

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

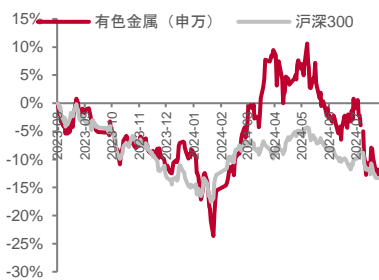
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	24,627.94
行业流通市值(亿元)	21,798.44

行业-市场走势对比



图表：周内商品价格变动

单位	本周五(8.2)	价格	周度涨跌幅
COMEX黄金	美元/盎司	2,473.40	0.15%
SHFE黄金	元/克	560.70	-2.32%
COMEX白银	美元/盎司	27.59	-3.82%
SHFE白银	元/千克	7,079	-5.59%
LME铜	美元/吨	8,831	-2.82%
SHFE铜	元/吨	71,670	-2.75%
LME铝	美元/吨	2,295	1.41%
SHFE铝	元/吨	19,125	-0.49%
LME铅	美元/吨	2,040	0.22%
SHFE铅	元/吨	17,905	-1.43%
LME锌	美元/吨	2,741	2.95%
SHFE锌	元/吨	22,605	-1.37%
LME锡	美元/吨	31,180	2.92%
SHFE锡	元/吨	257,300	2.93%
LME镍	美元/吨	16,300	-0.31%
SHFE镍	元/吨	130,900	-0.07%

来源：wind、中泰证券研究所

投资要点

■ **【本周关键词】：流动性冲击放大市场波动、央行暂停购金对金价影响弱化**

■ **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9月降息预期继续升温，但流动性的短暂冲击下，贵金属价格波幅放大，周内央行连续三月暂停购金，但对金价影响有所弱化，中长期看，美国远端国债实际收益率当前仍处于2%左右历史高位，高利率下美国经济上行风险较低，伴随着全球信用格局重塑，贵金属价格将保持长期上行趋势。

2) **大宗金属**：本周，市场仍维持衰退的宏观假设，伴随着流动性的短暂冲击，价格涨跌互现，但在长期供需格局重塑背景下，基本金属价格进一步下行的空间有限，行业仍有望维持长期高景气，尤其是铜铝更是如此。

■ **行情回顾：大宗金属涨跌互现**：1) 周内，LME铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-2.8%、1.4%、0.2%、2.9%、2.9%、-0.3%，SHFE铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为-2.8%、-0.5%、-1.4%、-1.4%、2.9%、-0.1%；2) COMEX黄金收于2473.40美元/盎司，环比上涨0.15%，SHFE黄金收于560.70元/克，环比下跌2.32%；3) **本周有色行业指数跑输市场**，申万有色金属指数收于3,944.74点，环比下跌2.85%，跑输上证综指1.37个百分点，小金属、金属新材料、工业金属、能源金属、贵金属的涨跌幅分别为-1.72%、-2.18%、-2.36%、-2.75%、-6.39%。

■ **宏观“三因素”总结：国内复苏动能有待提升，美国降息周期即将开启**。具体来看：

1) **国内复苏动能仍待提升**：7月CPI同比0.5%（前值0.2%，预期0.31%）；7月PPI同比为-0.8%（前值-0.8%，预期-0.8%）；7月出口金额当月同比为7.0%（前值8.6%，预期9.6%），进口金额当月同比为7.2%（前值-2.3%，预期3.24%）。

2) **美国7月ISM非制造业PMI超预期回升**：美国7月ISM非制造业PMI为51.4（前值48.8，预期51.0）；7月Markit服务业PMI为55.0（前值55.3，预期56.0）。

3) **欧元区7月服务业PMI回落**：欧元区7月服务业PMI为51.9（前值52.8，预期51.9）；6月欧元区PPI同比为-3.2%（前值-4.1%，预期-3.3%），环比为0.5%（前值-0.2%，预期0.1%）。

4) **7月全球制造业位于荣枯线以下**：7月全球制造业PMI为49.7，环比下降1.1，处于荣枯线以下。

■ **贵金属：降息预期升温，流动性冲击放大短期波动**

周内，十年期美债实际收益率1.84%，环比+0.08pcts，实际收益率模型计算的残差1596.4美元/盎司，环比+11.1美元/盎司；周内9月降息两次概率从22%提升至49%。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，全球信用格局重塑将支撑金价上行至新高度。

■ **大宗金属：流动性冲击叠加衰退担忧，价格涨跌互现**

周内，流动性冲击叠加全球经济衰退的担忧，基本金属价格涨跌互现，但整体去库趋势仍有望对板块价格形成支撑，预计价格进一步下行空间有限。

1、**对于电解铝，库存延续回落趋势，铝价或震荡筑底**

供应方面，本周电解铝行业运行产能继续持稳，行业内短时间并没有减产、复产、新投产计划，中国电解铝行业运行产能维持在历史高点，即4342.60万吨。**需求方面**，8月因临近“金九银十”传统旺季，叠加近期铝价回调明显，下游需求略有起色。**库存方面**，国内铝锭库存89万吨，环比下降0.1万吨，国内铝棒库存22.84万吨，环比下降1.79万吨。

1) 氧化铝价格3911元/吨，比上周上升2元/吨，氧化铝成本3067元/吨，环比上升0.02%，吨毛利844元/吨，环比上升0.3%。

- 2) 预焙阳极方面，周内均价 4373 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 4488 元/吨，周内平均吨毛利-115 元/吨，环比下降 8.52%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4407 元/吨，环比上升 0.15%，周内平均吨毛利 35 元/吨。
- 3) 除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 17446 元/吨，环比下降 0.16%，长江现货铝价 19020 元/吨，环比增加 0.26%，吨铝盈利 1044 元，环比上升 5.23%。

基本面方面，后续国内电解铝运行产能逐渐企稳，供给端逐渐见顶。铝下游开工略有起色，短期基本面宏观面多空齐聚，铝价或维持横盘震荡为主，电解铝成本端仍发挥支撑作用。

2、对于电解铜，淡季效应延续，铜价震荡筑底

供给方面，8月9日 SMM 进口铜精矿指数（周）报 6.12 美元/吨，较上一期的 6.55 美元/吨下降 0.43 美元/吨。需求方面，当前市场需求正处于缓慢修复过程中，多数行业订单均有逐渐增加的迹象，且此次铜价回落，终端客户多选择逢低采购，观望人数较此前有所减少。库存方面，截至 8 月 9 日，海外 LME 铜库存 29.64 万吨，环比增 4.99 万吨，较去年同期增加 21.54 万吨。COMEX 库存环比上周增 0.67 万吨至 2.25 万吨，较去年同期减少 2.12 万吨。国内库存方面，国内现货库存 42.6 万吨，环比减少 1.89 万吨，同比增 10.78 万吨。全球库存总计 69.41 万吨，环比增长 3.77 万吨。

基本面，国内社库虽有减少，但 LME 铜库存大幅增库，全球显性库存依旧维持高位，盘面走低后，国内铜价下跌后终端订单部分释放消费小幅回暖。整体来说，短期铜价受累库和宏观压力影响将继续调整。

3、对于锌，库存快速回落，基本面对价格有支撑

供给方面，百川统计国内锌锭周产量 10.02 万吨，环比-0.59%；需求方面，国内下游逢低采购，但高温多雨天气影响需求释放，需求弱势难改，市场整体呈现供需双降的弱势格局。库存方面，七地锌锭库存 13.92 万吨，去库 1.23 万吨。

4、对于钢铁，需求弱势仍是行情发展的主要矛盾

供应方面，受新旧螺纹转换情绪影响，以消费旧国标为主，多家钢材控产控销，螺纹产量大减，且钢厂利润收缩也持续导致钢材产量减少，需求方面，据百年建筑调研，截至 7 月 30 日，样本建筑工地资金到位率为 62.05%，周环比下降 0.30 个百分点，样本建筑工地资金下降，且下游回款时间也正在拉长，后续仍处需求淡季，钢材需求依旧疲软；库存方面，钢材供给大减，需求季节性下降，预计未来库存会轻微降库。综合来看，目前宏观无明显利好政策，叠加钢材基本面矛盾累积，预计短期钢价依旧承压。

- **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、A股整体回落.....	- 8 -
1.2 贵金属：流动性冲击下，贵金属价格波动放大.....	- 9 -
1.3 大宗金属：价格整体涨跌互显.....	- 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：复苏动能有待提升.....	- 10 -
2.2 美国因素：7月ISM非制造业PMI超预期回升.....	- 12 -
2.3 欧洲因素：欧元区7月服务业PMI回落.....	- 13 -
2.4 全球因素：7月全球制造业PMI回落至荣枯线以下.....	- 13 -
3.贵金属：长期上升趋势不变.....	- 14 -
3.1 流动性压力增大价格波动.....	- 14 -
3.2 黄金ETF持仓环比回落，COMEX非商业多头结构延续.....	- 16 -
3.3 金银比回升至高位区间.....	- 17 -
4.大宗金属：供需紧平衡格局难以改变.....	- 19 -
4.1 铝：库存保持回落趋势，铝价或震荡筑底.....	- 19 -
4.2 铜：淡季效应延续，铜价震荡筑底.....	- 27 -
4.3 锌：库存快速回落，基本面对价格有支撑.....	- 30 -
4.4 钢铁：需求弱势仍是行情发展的主要矛盾.....	- 32 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 36 -
6.风险提示.....	- 37 -

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 CPI 当月同比 (%)	- 10 -
图表 9: 国内 PPI 当月同比 (%)	- 10 -
图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆)	- 11 -
图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	- 11 -
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 Markit 制造业与服务业 PMI.....	- 12 -
图表 18: 美国失业率季调 (%)	- 12 -
图表 19: 美国初请与续请失业金人数.....	- 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 CPI 同比及环比 (%)	- 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: 氧化铝运行产能 (万吨)	- 23 -
图表 59: 氧化铝库存 (万吨)	- 23 -
图表 60: 电解铝的完全成本构成	- 23 -
图表 61: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)	- 23 -
图表 62: 氧化铝生产成本构成	- 24 -
图表 63: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)	- 24 -
图表 64: 预焙阳极生产成本构成	- 24 -
图表 65: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)	- 24 -
图表 66: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)	- 25 -
图表 67: 石油焦价格 (元/吨)	- 25 -
图表 68: 石油焦库存 (万吨)	- 26 -

图表 69: 国内石油焦产能利用率 (%)	- 26 -
图表 70: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)	- 26 -
图表 71: 铜矿 TC/RC	- 27 -
图表 72: 电解铜周度产量 (万吨)	- 27 -
图表 73: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	- 27 -
图表 74: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	- 29 -
图表 75: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)	- 29 -
图表 76: 电解铜月度表观消费变动 (万吨)	- 29 -
图表 77: 电解铜社会库存变动 (万吨)	- 29 -
图表 78: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	- 29 -
图表 79: 电线电缆开工率 (%)	- 29 -
图表 80: 国产及进口锌精矿加工费对比	- 30 -
图表 81: 国产锌精矿分地区加工费	- 30 -
图表 82: 国内锌七地库存 (万吨)	- 31 -
图表 83: LME 锌库存变动趋势 (吨)	- 31 -
图表 84: 镀锌开工率 (%)	- 31 -
图表 85: 镀锌原料库存 (吨)	- 31 -
图表 86: 压铸锌开工率 (%)	- 31 -
图表 87: 压铸锌原料库存 (吨)	- 31 -
图表 88: 氧化锌开工率 (%)	- 32 -
图表 89: 氧化锌原料库存 (吨)	- 32 -
图表 90: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨)	- 32 -
图表 91: 本周库存波动对比 (万吨)	- 33 -
图表 92: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)	- 33 -
图表 93: 五大品种周度产量合计 (万吨)	- 33 -
图表 94: 历年五大品种社库波动 (万吨)	- 33 -
图表 95: 历年五大品种厂库波动 (万吨)	- 33 -
图表 96: 五大品种总表观消费量 (万吨)	- 34 -
图表 97: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)	- 34 -
图表 98: 钢铁主要生产要素价格一览	- 34 -
图表 99: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)	- 35 -
图表 100: 中国铁矿石到港量 (万吨)	- 35 -
图表 101: 进口矿港口库存 (万吨)	- 35 -
图表 102: 进口矿钢厂库存 (万吨)	- 35 -
图表 103: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 36 -

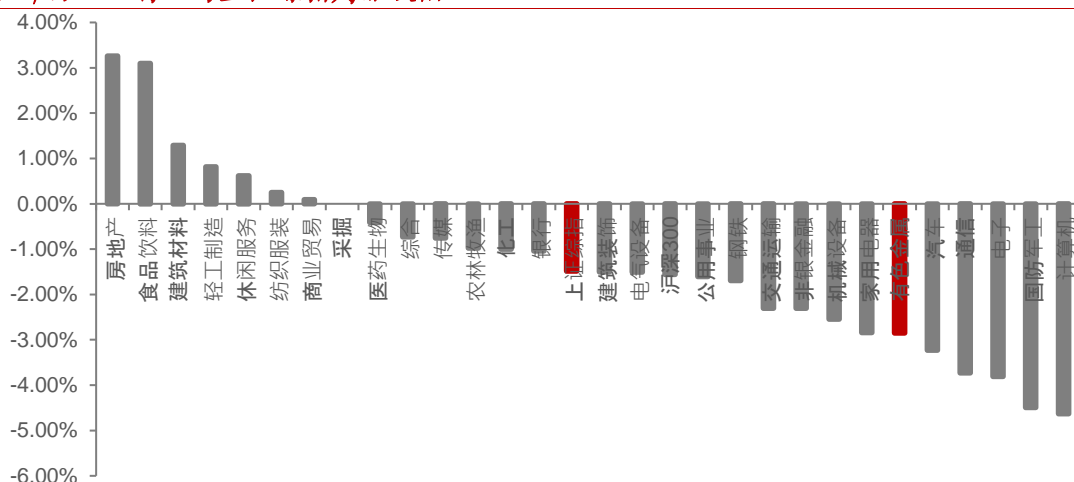
图表 104: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 36 -
图表 105: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)	- 36 -
图表 106: 中厚板毛利变化 (元/吨)	- 36 -

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↓0.60%，纳斯达克↓0.18%，标普↓0.04%）。
- 本周 A 股整体回落：上证指数收于 2,862.19 点，环比下跌 1.48%；深证成指收于 8,393.70 点，环比下跌 1.87%；沪深 300 收于 3,331.63 点，环比下跌 1.56%；申万有色金属指数收于 3,944.74 点，环比下跌 2.85%，跑输上证综指 1.37 个百分点。

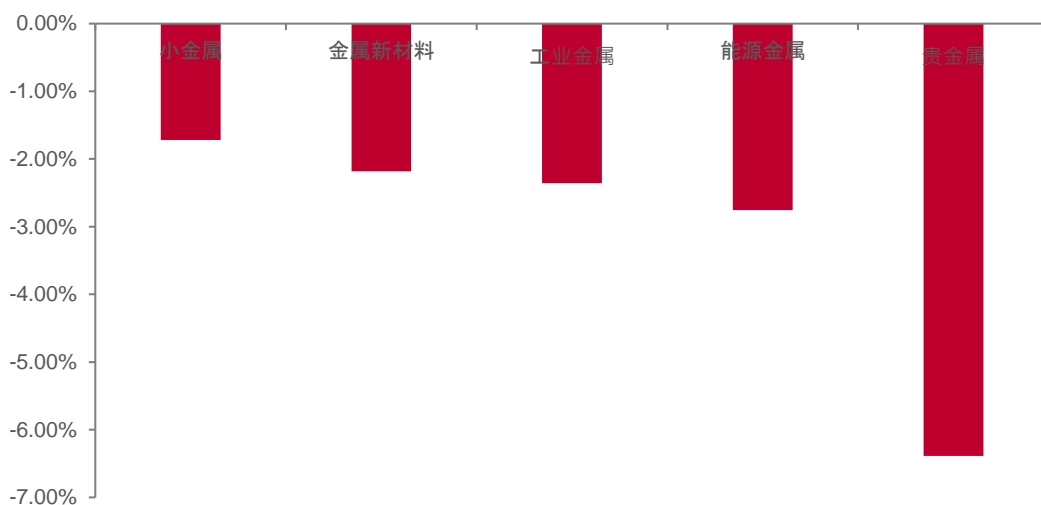
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，小金属、金属新材料、工业金属、能源金属、贵金属的涨跌幅分别为-1.72%、-2.18%、-2.36%、-2.75%、-6.39%。

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	2024.08.09市 值 (亿元)	2024.08.02市 值 (亿元)	周涨跌幅
603978.SH	深圳新星	18.50	14.52	27.4%
300328.SZ	宜安科技	36.52	31.35	16.5%
002824.SZ	和胜股份	37.54	35.95	4.4%
000933.SZ	神火股份	377.73	362.88	4.1%
002756.SZ	永兴材料	178.77	174.40	2.5%
002532.SZ	天山铝业	315.40	308.89	2.1%
002738.SZ	中矿资源	194.93	191.94	1.6%
600114.SH	东睦股份	93.57	92.21	1.5%
000960.SZ	锡业股份	228.27	225.47	1.2%
300337.SZ	银邦股份	58.60	58.19	0.7%

来源: wind, 中泰证券研究所

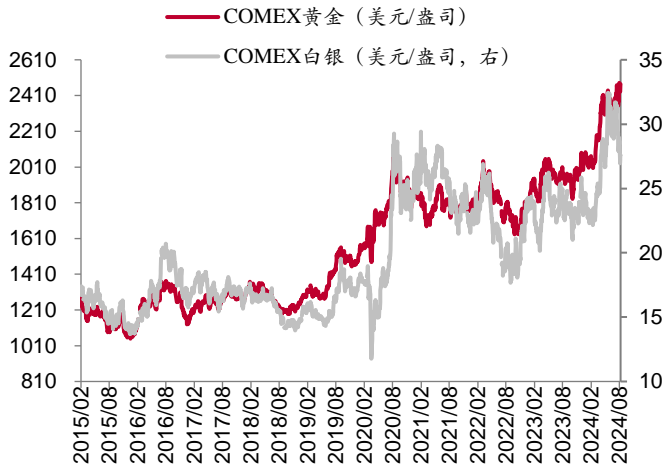
图表 4: 周内有色金属领跌个股

证券代码	证券名称	2024.08.09市 值 (亿元)	2024.08.02市 值 (亿元)	周涨跌幅
600988.SH	赤峰黄金	295.51	331.62	-10.9%
000603.SZ	盛达资源	71.69	79.62	-10.0%
002155.SZ	湖南黄金	187.88	205.19	-8.4%
002806.SZ	华锋股份	17.30	18.88	-8.4%
600489.SH	中金黄金	728.07	786.72	-7.5%
000426.SZ	兴业矿业	214.58	231.30	-7.2%
600711.SH	盛屯矿业	125.53	133.96	-6.3%
002237.SZ	恒邦股份	122.84	130.53	-5.9%
601069.SH	西部黄金	106.27	112.14	-5.2%
600961.SH	株冶集团	81.86	86.37	-5.2%

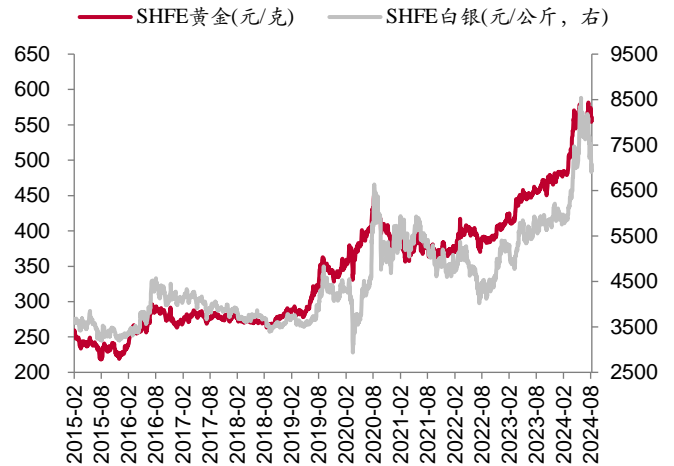
来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 流动性冲击下, 贵金属价格波动放大

- 周内, 受流动性兑现拖累贵金属价格, 贵金属价格波动放大。截至 8 月 9 日, COMEX 黄金收于 2473.40 美元/盎司, 环比上涨 0.15%; COMEX 白银收于 27.59 美元/盎司, 环比下跌 3.82%; SHFE 黄金收于 560.70 元/克, 环比下跌 2.32%; SHFE 白银收于 7079 元/千克, 环比下跌 5.59%。

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: 价格整体涨跌互显

- 美联储主席鲍威尔对不断攀升的失业率仍表达了担忧, 并暗示 9 月可能会首次降息, 且国内中央政治局会议部署下半年经济工作, 需求提振预期增加, 宏观情绪好转; 但受传统淡季影响, 市场景气水平有所回落, 基本金属价格涨跌互现。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-2.8%、1.4%、0.2%、2.9%、2.9%、-0.3%。

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	8,831	6,082	-2.8%	6.5%	45.2%	67.9%
	SHFE	71,670	48,020	-2.8%	5.1%	49.3%	
铝	LME	2,295	1,794	1.4%	5.3%	27.9%	35.8%
	SHFE	19,125	14,100	-0.5%	3.8%	35.6%	
铅	LME	2,040	1,988	0.2%	-4.2%	2.6%	37.0%
	SHFE	17,905	14,850	-1.4%	12.3%	20.6%	
锌	LME	2,741	2,373	2.9%	14.3%	15.5%	41.9%
	SHFE	22,605	18,160	-1.4%	9.4%	24.5%	
锡	LME	31,180	17,200	2.9%	17.9%	81.3%	50.3%
	SHFE	257,300	137,340	2.9%	16.1%	87.3%	
镍	LME	16,300	13,375	-0.3%	-19.6%	21.9%	32.4%
	SHFE	130,900	105,850	-0.1%	-20.8%	23.7%	

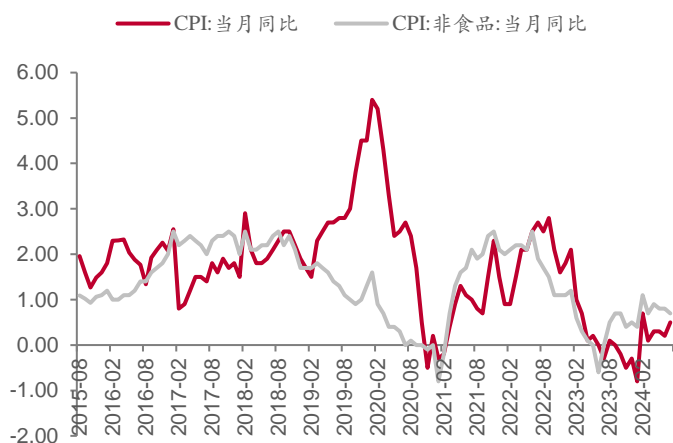
来源: wind, 中泰证券研究所, 注: LME 金属单位为美元/吨, SHFE 金属单位为元/吨。

2. 宏观“三因素”运行跟踪: 复苏周期仍在延续

2.1 中国因素: 复苏动能有待提升

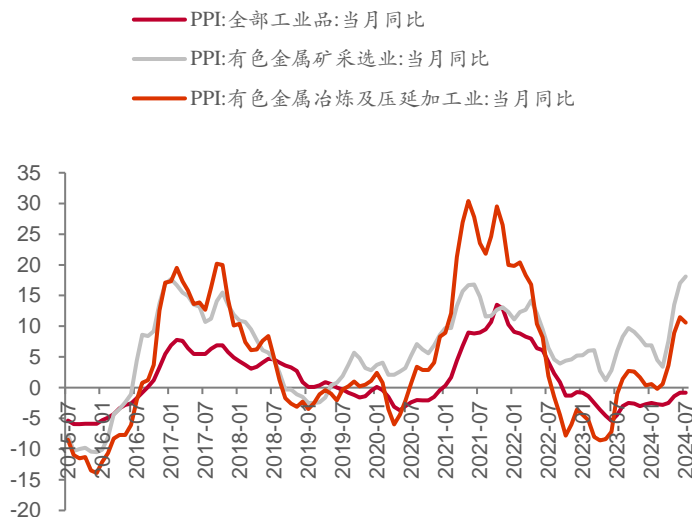
- 国内 7 月 CPI 同比超预期回升, PPI 同比持平。本周披露国内 7 月 CPI 同比为 0.5% (前值 0.2%, 预期 0.31%); 7 月 PPI 同比为 -0.8% (前值 -0.8%, 预期 -0.8%); 7 月出口金额当月同比为 7.0% (前值 8.6%, 预期 9.6%), 进口金额当月同比为 7.2% (前值 -2.3%, 预期 3.24%); 7 月官方储备资产为 34,953.36 亿美元 (前值 34,538.53 亿美元), 外汇储备 32,563.72 亿美元 (前值 32,223.58 亿美元)。

图表 8: 国内 CPI 当月同比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 国内 PPI 当月同比 (%)

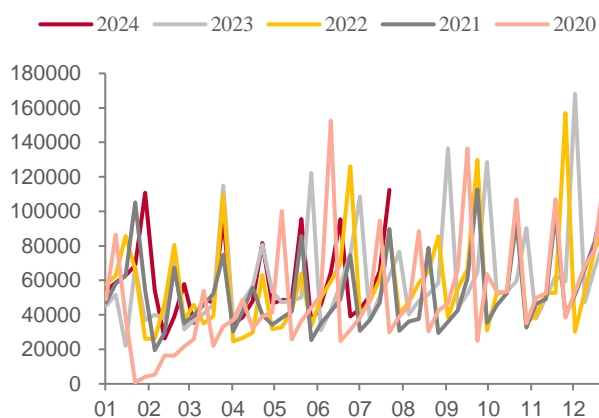


来源: Wind, 中泰证券研究所

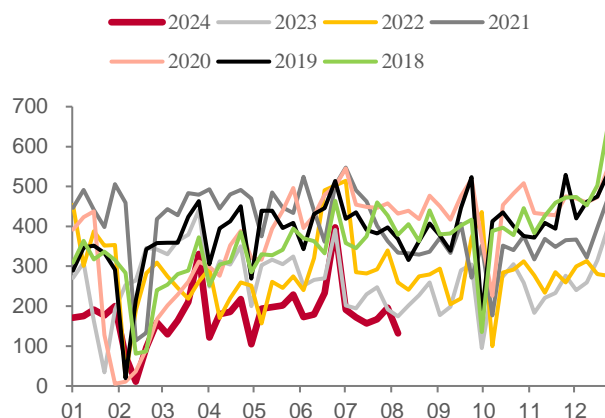
国内高频数据跟踪: 汽车消费回升、地产数据回升

消费端: 汽车消费回升, 周内乘用车日均销量为 112,423 辆, 环比 +71.99%; 投资端: 地产数据回落, 本周国内 30 大中城市商品房成交面积 132.02 万平方米, 环比 -32.54%; 生产端: 周内石油沥青开工率为 26.4%, 环比 +1.6pcts, 高炉开工率为 80.19%, 环比 -1.07pcts; 出口

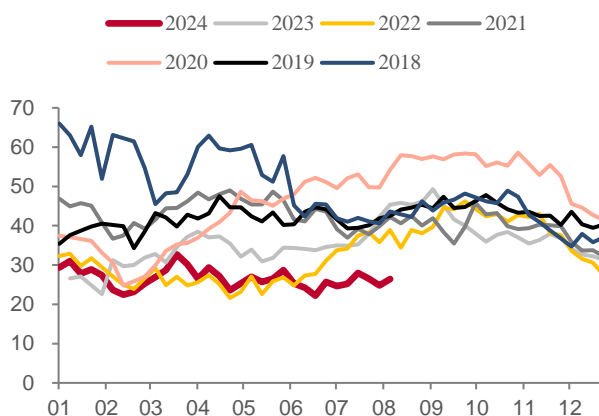
端：美国 6 月 Markit 制造业 PMI 为 49.6，环比-2.0，7 月出口金额当月同比为 7.0%（前值 8.6%，预期 9.6%）。

图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆)


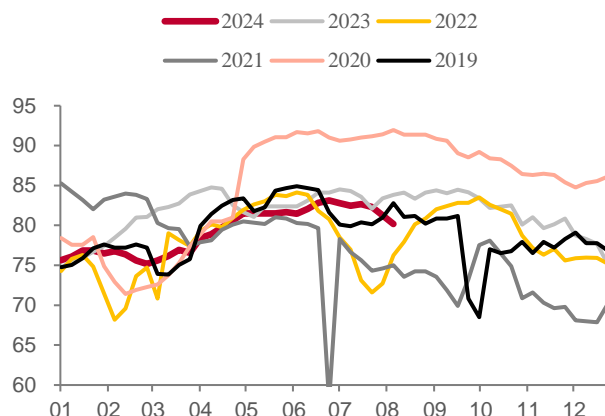
来源: Wind, 中泰证券研究所

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

图表 12: 国内石油沥青装置开工率 (%)


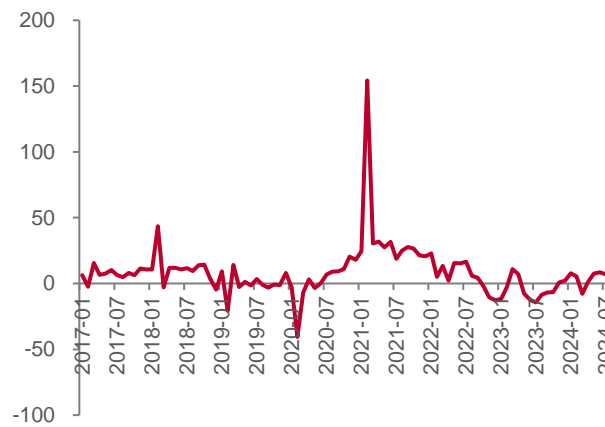
来源: Wind, 中泰证券研究所

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

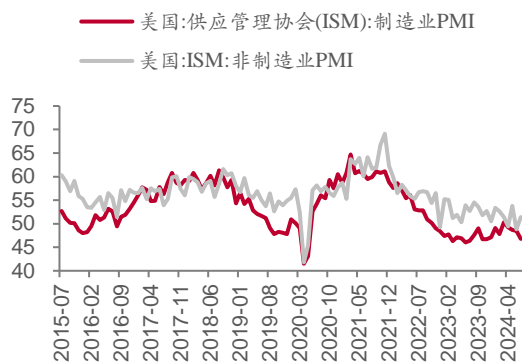
图表 15: 国内出口金额当月同比 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2 美国因素：7月ISM非制造业PMI超预期回升

- 美国7月ISM非制造业PMI超预期回升。本周披露美国7月ISM非制造业PMI为51.4（前值48.8，预期51.0）；7月Markit服务业PMI为55.0（前值55.3，预期56.0）。

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

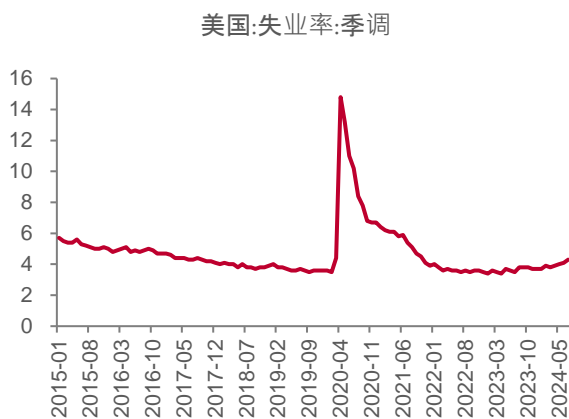
图表 17: 美国 Markit 制造业与服务 PMI



来源：Wind，中泰证券研究所

- 美国当周初请失业金人数回落。本周披露8月3日当周初请失业金人数季调为23.3万人（前值25.0万人），美国7月27日续请失业金人数为187.5万人（前值186.9万人）。

图表 18: 美国失业率季调 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 19: 美国初请与续请失业金人数



来源：Wind，中泰证券研究所

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	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18							0.0%	0.0%	0.0%	49.0%	51.0%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.7%	49.5%	37.8%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	23.3%	46.2%	27.0%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	22.7%	45.6%	27.4%	0.7%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	21.6%	44.2%	28.6%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/4/30	0.0%	0.0%	2.1%	15.0%	36.1%	34.2%	11.7%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	1.4%	10.3%	28.4%	34.9%	19.9%	4.8%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.5%	4.8%	17.3%	30.9%	29.1%	14.1%	3.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：CME，中泰证券研究所，注：截至 2024 年 08 月 10 日



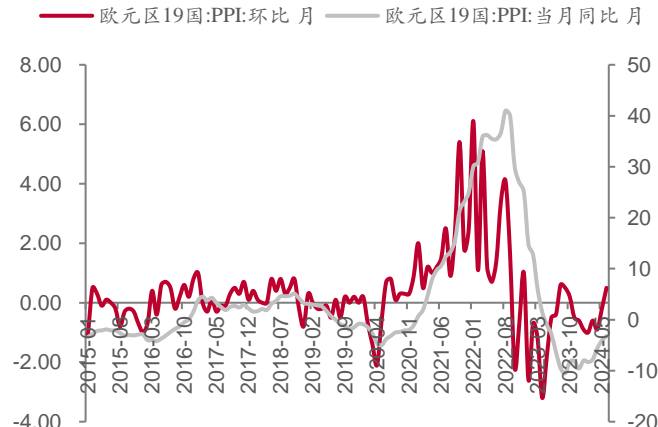
来源：Wind，中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：欧元区 7 月服务业 PMI 回落

- **欧元区 7 月服务业 PMI 有所回落。**本周披露欧元区 7 月服务业 PMI 为 51.9（前值 52.8，预期 51.9），综合 PMI 为 50.2（前值 50.9，预期 50.1）；6 月欧元区 PPI 同比为-3.2%（前值-4.1%，预期-3.3%），环比为 0.5%（前值-0.2%，预期 0.1%）；6 月欧盟 PPI 同比为-3.1%（前值-3.9%），环比为 0.5%（前值-0.2%）。

图表 22：欧元区制造业与服务业 PMI


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 23：欧元区 CPI 同比及环比 (%)


来源：Wind，中泰证券研究所

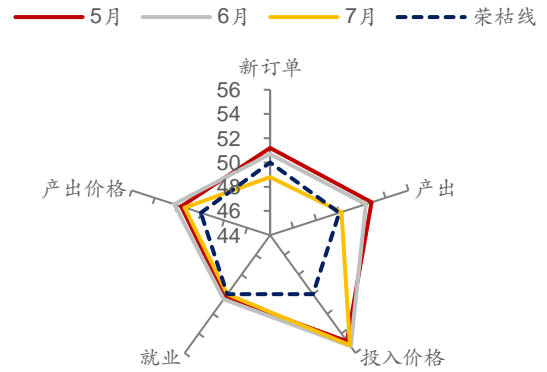
2.4 全球因素：7 月全球制造业 PMI 回落至荣枯线以下

- **全球 7 月制造业景气度回落。**7 月全球制造业 PMI 为 49.7，环比下降 1.1，处于荣枯线以下，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	2024-07	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	49.7	50.8	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	50.7	52.1	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	49.4	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	46.8	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	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	43.2	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	44.0	45.3	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	47.4	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	50.1	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	53.2	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	51.0	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	52.1	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		41.1	46.6	48.5	46.6	49.2	47.6	43.8	46.9	43.0	45.4	46.0	46.4	48.2	48.2	48.0	47.4	51.0
新加坡	50.7	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	58.1	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	54.0	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	53.6	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	49.0	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	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	51.6	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

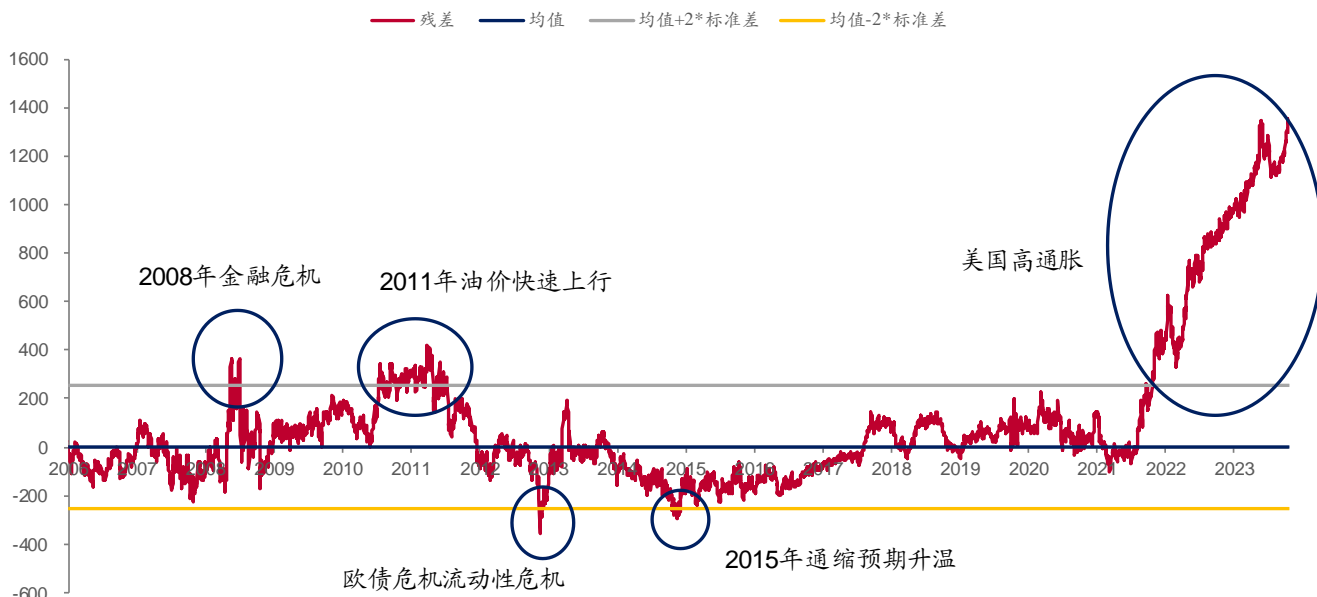
来源: wind, MacroMicro, Bloomberg, 中泰证券研究所

3. 贵金属: 长期上升趋势不变

3.1 流动性压力增大价格波动

- 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 8 月 9 日，本周美国 10 年期国债名义收益率隐含通胀预期环比回升至 2.10%，10 年期国债实际收益率环比回升至 1.84%；截至 8 月 9 日，COMEX 黄金收于 2473.40 美元/盎司，环比上涨 0.15%；COMEX 白银收于 27.59 美元/盎司，环比下跌 3.82%；SHFE 黄金收于 560.70 元/克，环比下跌 2.32%；SHFE 白银收于 7079 元/千克，环比下跌 5.59%。

图表 28：十年期美债收益率与联邦基金利率 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 29：通胀预期与真实收益率 (%)



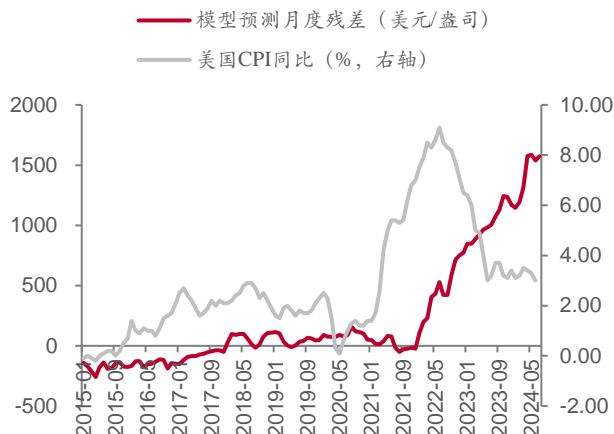
来源：Wind，中泰证券研究所

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

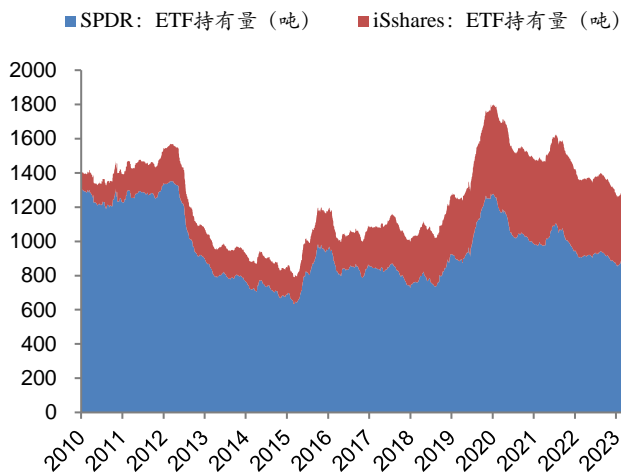


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓环比回落, COMEX 非商业多头结构延续

- **黄金 ETF 持仓环比回落, COMEX 净多头结构延续。**截至 8 月 9 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,217.17 吨, 环比减少 9.96 吨。截至 8 月 6 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回落至 29.81 万张附近 (前值 31.34 万张), 同时非商业空头持仓回落至 5.94 万张附近 (前值 6.68 万张附近), 净多头持仓量回落至 23.87 万张 (前值 24.66 万张)。

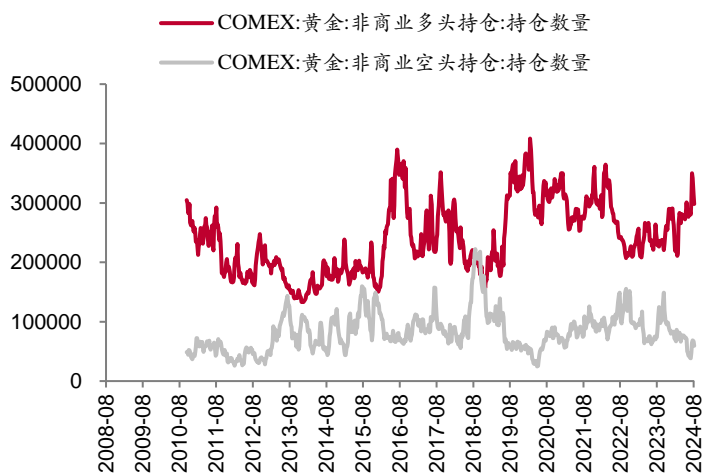
图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

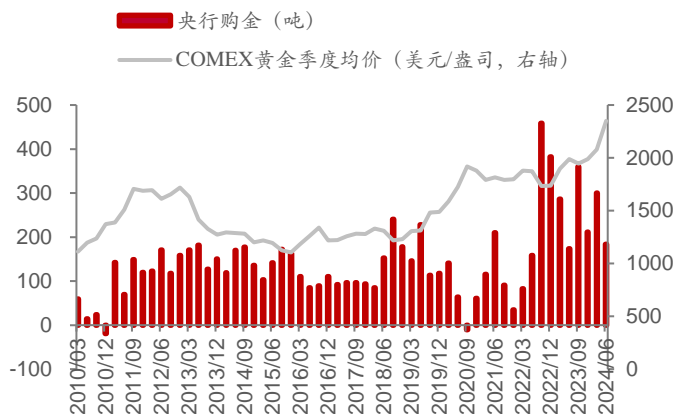
图表 34: 全球央行购金 (单位: 吨)

图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)

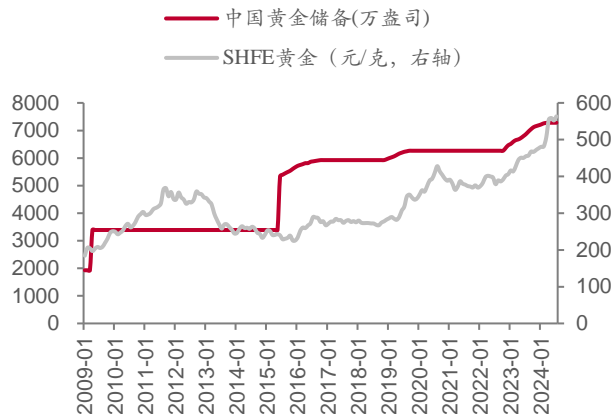


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 35: 国内央行黄金储备变动



来源：Wind，世界黄金协会，中泰证券研究所

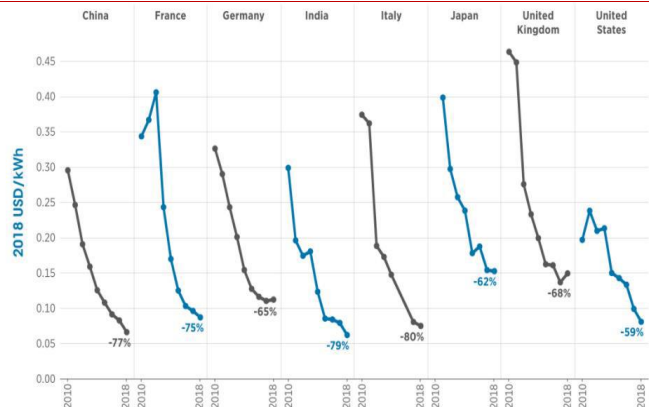


来源：Wind，中泰证券研究所

3.3 金银比回升至高位区间

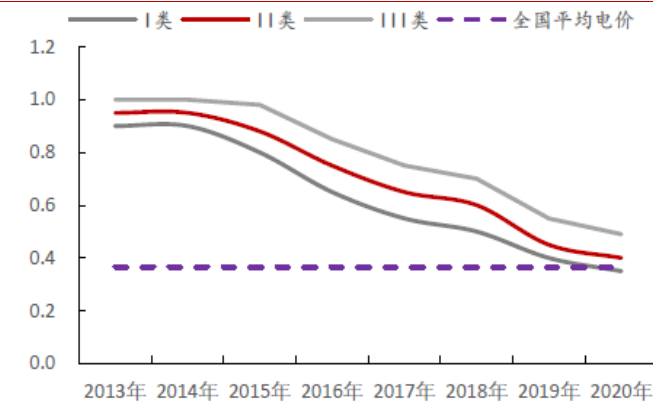
- **能源转型已经成为全球共识，光伏产业趋势逐渐确立。**2020年9月14日BP发布《世界能源展望（2020版）》预测能源转型加速、石油需求封顶；2020年9月17日欧盟发布的气候目标，将2030年可再生能源占比目标从32%以上提升至38%-40%；2020年9月21日GE宣布退出新增煤电市场；2020年9月22日中国宣布2060实现碳中和。由于新能源成本优势，全球能源转型加速，其中光伏也逐步从补充能源向主力能源转型，产业趋势确立。
- **随着光伏行业成本的不断下降，平价上网时代已临近，行业有望开启内生驱动下的高增。**在过去十年，伴随着政策补贴，光伏行业自身成本降低效果明显，表现为硅料、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%，2023 年光伏应用中的白银需求量达到 6018.5 吨，占白银总需求的 16.19%，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	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
供给合计	32,549.8	31,470.5	31,119.1	31,097.3	29,778.5	31,234.1	31,579.4	31,445.6	31,818.4	32,249.5
矿产银	27,986.9	26,861.0	26,456.6	26,024.3	24,366.5	25,784.8	26,024.3	25,831.5	26,089.8	26,350.7
	0.3%	-4.0%	-1.5%	-1.6%	-6.4%	5.8%	0.9%	-0.7%	1.0%	1.0%
再生银	4,528.7	4,578.4	4,625.1	4,609.5	5,110.3	5,402.7	5,502.2	5,564.4	5,675.7	5,846.0
	-0.9%	1.1%	1.0%	-0.3%	10.9%	5.7%	1.8%	1.1%	2.0%	3.0%
净对冲供给	0.0	0.0	0.0	432.3	264.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	-100.0%				-38.8%	-100.0%				
净官方售银	34.2	31.1	37.3	31.1	37.3	46.7	52.9	49.8	52.9	52.9
	0.0%	-9.1%	20.0%	-16.7%	20.0%	25.0%	13.3%	-5.9%	0.0%	0.0%
需求合计	30,845.1	30,210.9	31,078.7	31,243.4	28,826.0	34,199.4	39,775.2	37,181.1	37,551.0	38,090.7
传统工业(除光伏外)	12,687.1	13,284.3	13,598.5	13,953.0	13,278.1	14,693.3	14,624.9	14,335.6	14,622.3	15,061.0
	-5.1%	4.7%	2.4%	2.6%	-4.8%	10.7%	-0.5%	-2.0%	2.0%	3.0%
光伏	2,538.0	3,088.6	2,706.0	2,329.7	2,575.4	2,765.1	3,673.3	6,018.5	7,495.7	8,607.3
	36.9%	21.7%	-12.4%	-13.9%	10.5%	7.4%	32.8%	63.8%	24.5%	14.8%
摄影(感光材料)	1,079.3	1,007.8	976.6	954.9	836.7	861.6	855.3	839.8	814.6	790.2
	-9.2%	-6.6%	-3.1%	-2.2%	-12.4%	3.0%	-0.7%	-1.8%	-3.0%	-3.0%
珠宝首饰	5,881.7	6,102.5	6,320.2	6,270.5	4,693.5	5,660.8	7,293.8	6,329.6	6,203.0	6,016.9
	-6.6%	3.8%	3.6%	-0.8%	-25.1%	20.6%	28.8%	-13.2%	-2.0%	-3.0%
银器	1,664.0	1,847.5	2,087.0	1,906.6	970.4	1,265.9	2,286.1	1,716.9	1,837.1	1,892.2
	-8.2%	11.0%	13.0%	-8.6%	-49.1%	30.4%	80.6%	-24.9%	7.0%	3.0%
净实物投资	6,621.9	4,845.9	5,160.1	5,828.8	6,472.6	8,842.7	10,485.0	7,561.3	6,578.3	5,723.1
	-31.2%	-26.8%	6.5%	13.0%	11.0%	36.6%	18.6%	-27.9%	-13.0%	-13.0%
净对冲需求	373.2	34.2	230.2	0.0	0.0	108.9	556.8	379.5	0.0	0.0
	-	-90.8%	572.7%	-100.0%			411.4%	-31.8%		
供需平衡	1,704.7	1,259.6	40.3	-146.1	952.5	-2,965.3	-8,195.8	-5,735.5	-5,732.6	-5,841.2
伦敦现货银价(\$/oz)	17.1	17.0	15.7	16.2	20.6	25.1	21.7	23.4		
现货银价(元/千克)	3,816.7	3,928.4	3,601.0	3,886.1	4,690.0	5,207.2	4,719.9	5,559.4		

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	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
光伏耗银量(吨)	2,538.0	3,088.6	2,706.0	2,329.7	2,575.4	2,765.1	3,668.3	5,723.2	7,495.7	8,607.3
光伏装机(GW)	76.6	92.7	98.3	115.8	127.3	170.0	237.4	389.9	537.5	649.7
中国	34.5	53.1	44.3	30.1	48.2	60.0	87.4	216.9	271.1	298.2
海外	42.1	39.6	54.0	85.7	79.1	110.0	150.0	173.0	266.4	351.5
光伏耗银/装机	33.1	33.3	27.5	20.1	20.2	16.3	15.5	14.7	13.9	13.2
yoy	-7.1%	0.6%	-17.4%	-4.4%	-4.4%	-19.6%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-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 8 月 9 日，当前金银比 88.03，环比回升 2.71。

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: 库存保持回落趋势, 铝价或震荡筑底

- **供给维持稳定。**供应方面, 本周电解铝行业供应继续持稳, 四川个别电解铝企业本计划于本月初释放复产产能, 但目前计划有变, 推迟复产时间。其他电解铝企业未出现产能变动情况。中国电解铝行业运行产能依旧在 4342.60 万吨。
- **复产量暂无变化。**截至 2024 年 8 月 9 日, 2024 年中国电解铝总复产规模 161 万吨, 已复产 121.5 万吨, 待复产 39.5 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/8	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	61	24/3	0	0	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	121.5		39.5	35	156.5

资料来源：百川、中泰证券研究所

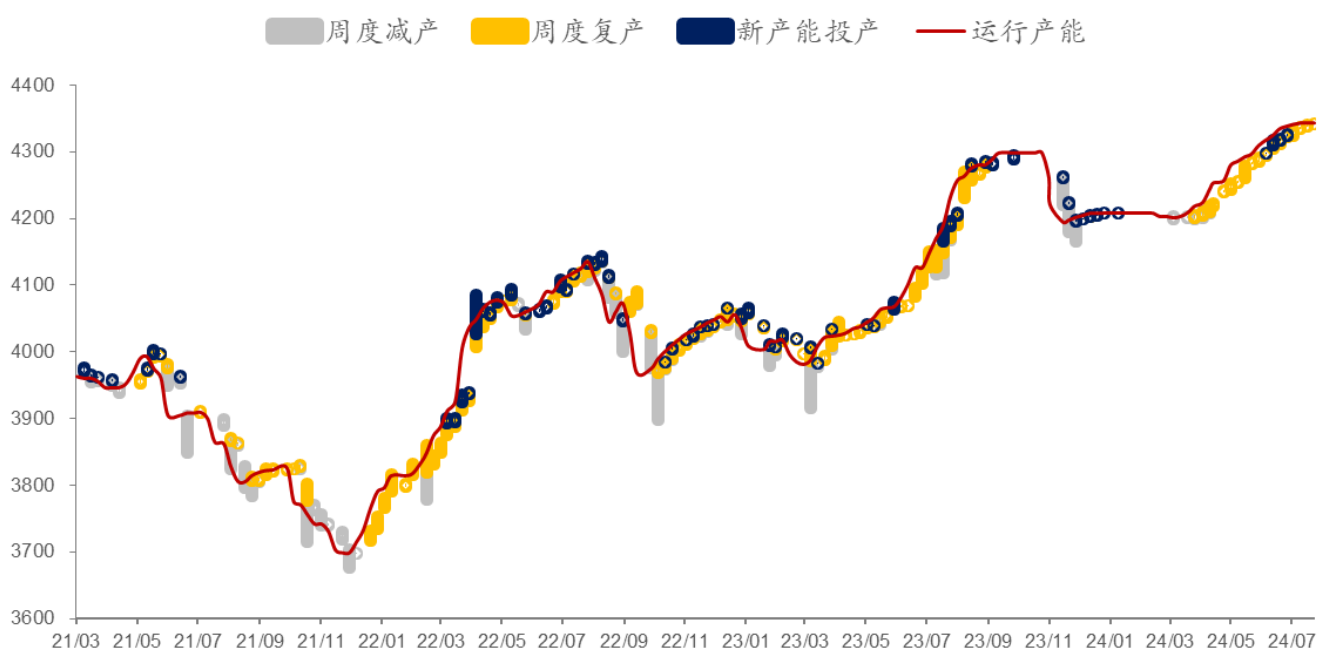
- **无新增投产产能。**截至 2024 年 8 月 9 日，2024 年中国电解铝已建成且待投产的新产能 348 万吨，已投产 17 万吨。

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	2024/5 月	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 年三季度	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

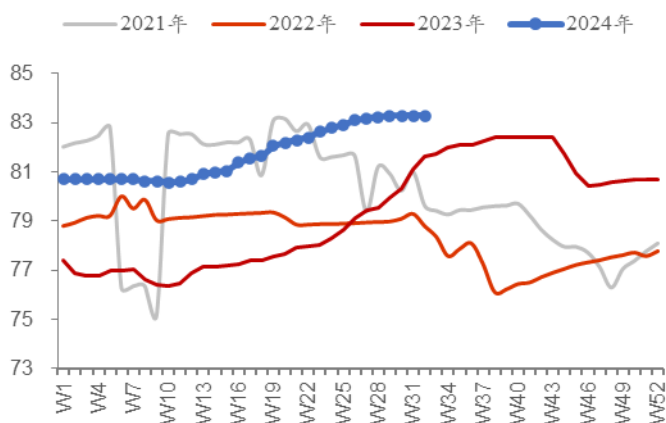
- **电解铝运行产能持稳。**截止 2024 年 8 月 9 日，国内电解铝运行产能为 4342.6 万吨。

图表 44：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）


数据来源：百川、中泰证券研究所

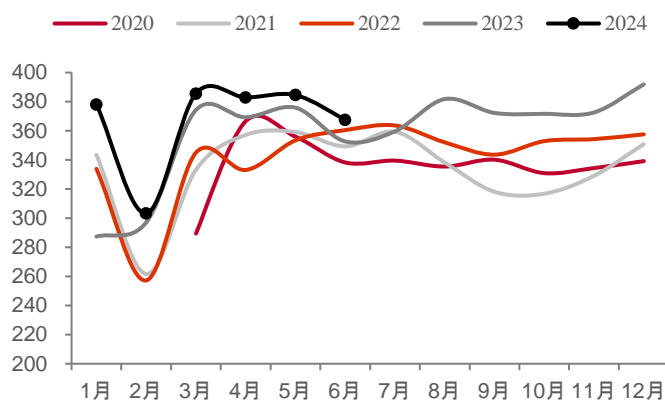
- **供应量持稳。**根据百川，本周电解铝产量 83.28 万吨，环比上升 0.00%。

图表 45: 电解铝周度产量 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

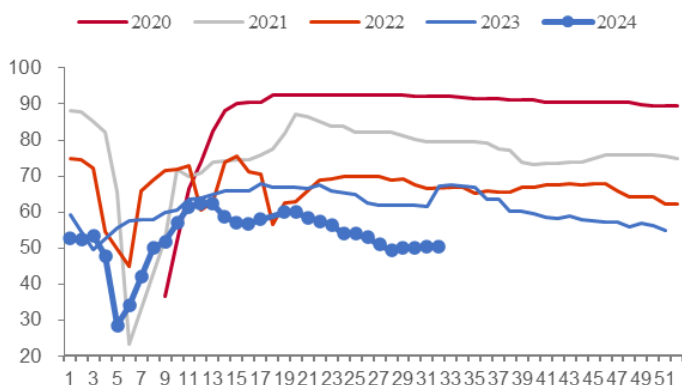
图表 46: 国内电解铝月度表观需求 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

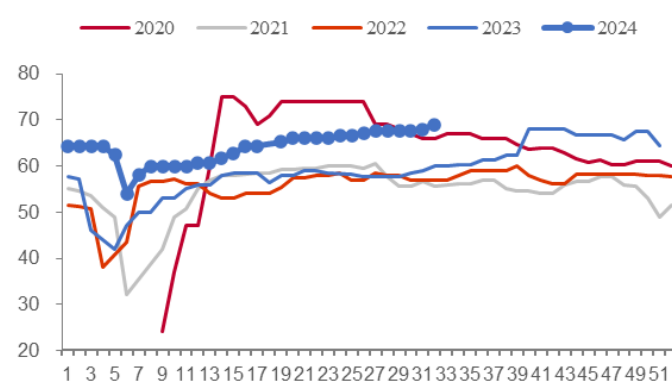
- **铝加工板块开工率环比略有上升:** 截止 2024 年 8 月 9 日, 铝加工企业平均开工率为 62.1%, 环比增加 0.2PCT。

图表 47: 铝型材开工率 (%)



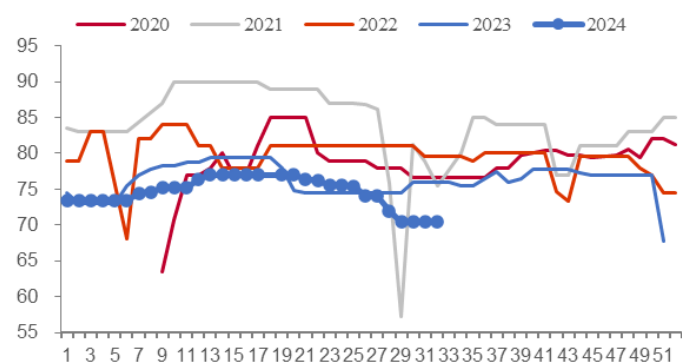
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 48: 铝线缆开工率 (%)



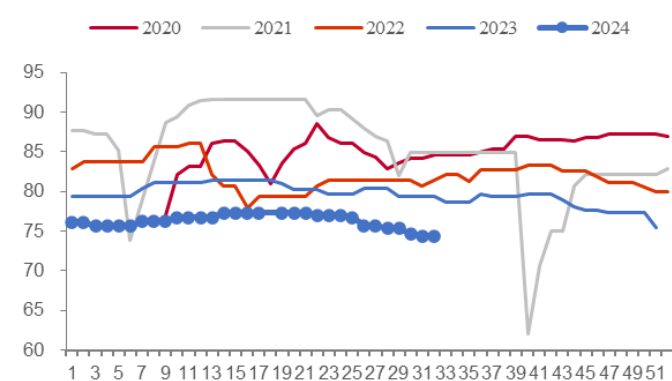
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 49: 铝板带开工率 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

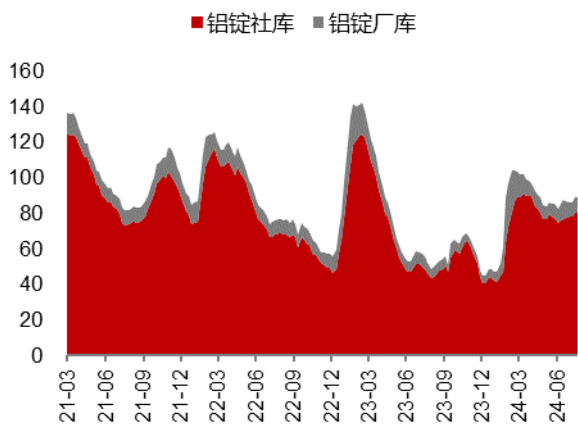
图表 50: 铝箔开工率 (%)



来源: 百川, 中泰证券研究所

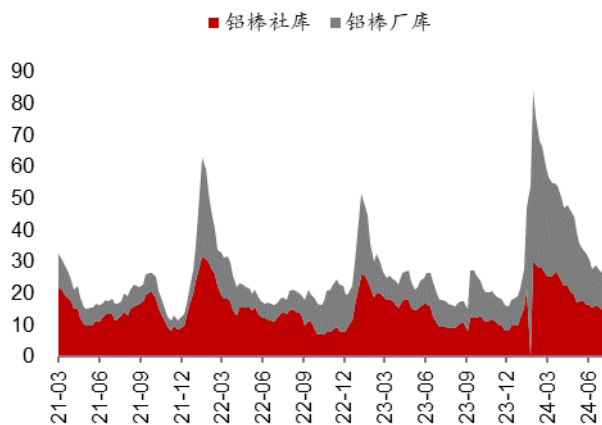
- **铝锭铝棒双去库:** 2024 年 8 月 9 日, 根据钢联统计, 国内铝锭库存 89 万吨环比下降 0.1 万吨; 国内铝棒库存 22.84 万吨, 环比下降 1.79 万吨; 国内铝锭+铝棒库存 111.84 万吨, 环比下降 1.79 万吨。海外方面, 截止 8 月 9 日, LME 铝库存 90.75 万吨, 环比下降 1.8 万吨。

图表 51: 国内铝锭总库存走势 (万吨)



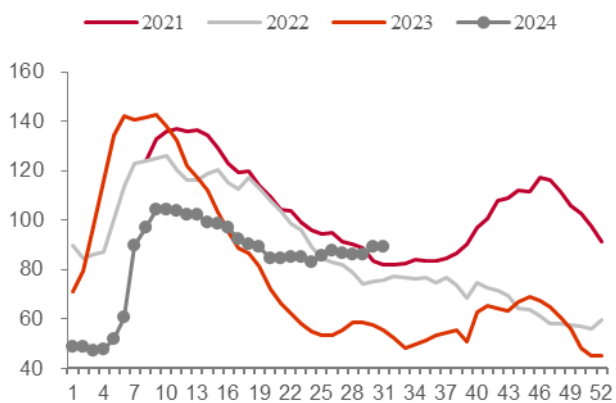
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 52: 国内铝棒总库存走势 (万吨)



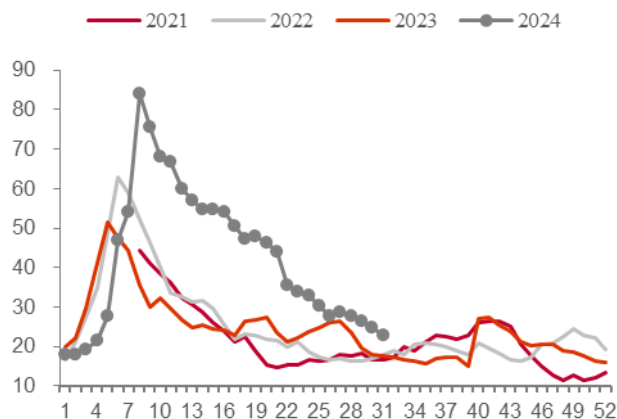
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 53: 国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)



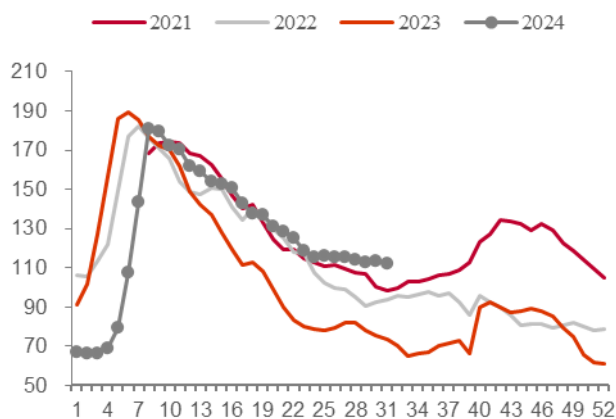
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 54: 国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



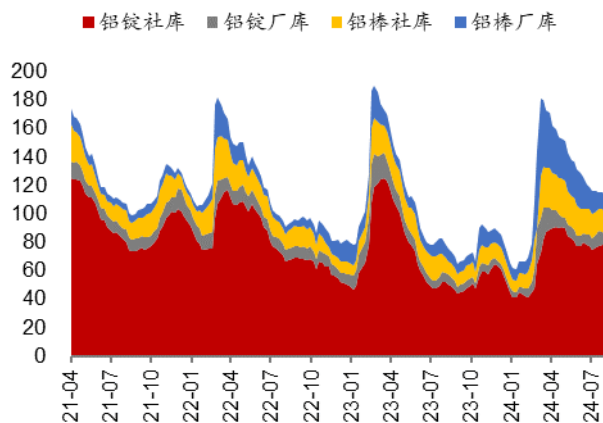
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 55: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



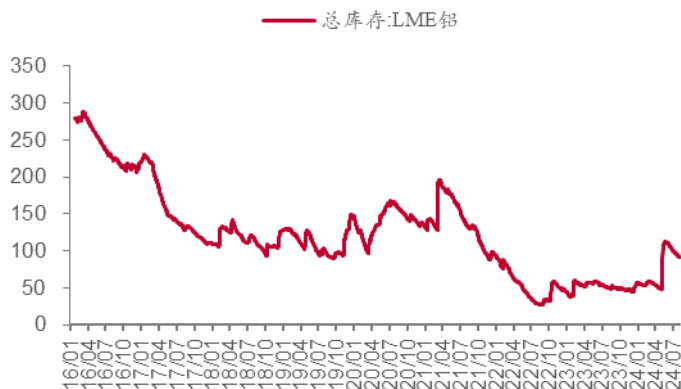
来源: 钢联, 中泰证券研究所

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

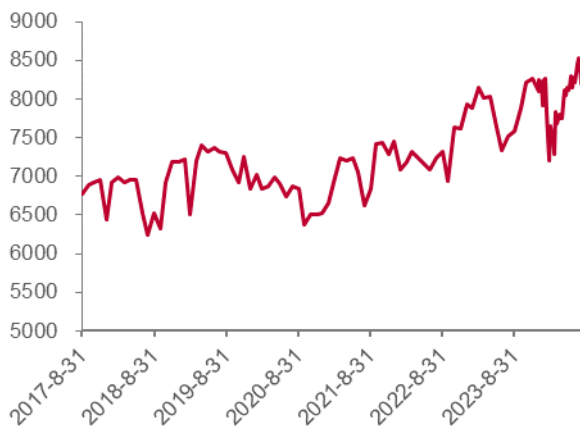
图表 57: LME 铝期货库存变动 (万吨)



来源：Wind，中泰证券研究所

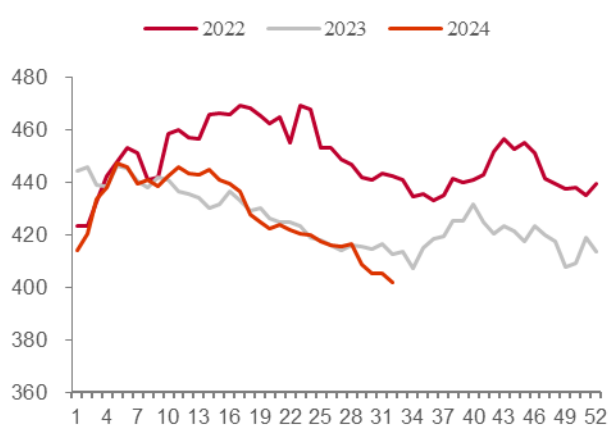
- **氧化铝紧平衡格局延续，现货价格偏强震荡**：2024年8月9日，根据钢联统计，氧化铝建成产能 9905 万吨，环比不变；运行产能 8430 万吨，环比下降 90 万吨；库存从上周 405.5 万吨降至 401.9 万吨。

图表 58：氧化铝运行产能（万吨）



来源：钢联，中泰证券研究所

图表 59：氧化铝库存（万吨）



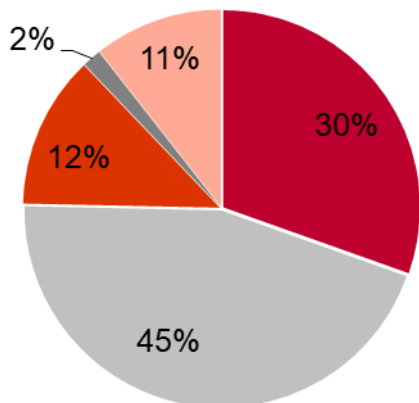
来源：钢联，中泰证券研究所

- **即时盈利扩张**。截至 8 月 9 日，氧化铝价格 3911 元/吨，比上周上升 2 元/吨，氧化铝成本 3067 元/吨，环比下降 0.02%，吨毛利 844 元/吨，环比上升 0.3%。预焙阳极方面，周内均价 4373 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 4488 元/吨，周内平均吨毛利-115 元/吨，环比下降 8.52%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4407 元/吨，环比上升 0.15%，周内平均吨毛利 35 元/吨。除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 17446 元/吨，环比下降 0.16%，长江现货铝价 19020 元/吨，环比增加 0.26%，吨铝盈利 1044 元，环比上升 5.23%。具体走势如下：

图表 60：电解铝的完全成本构成

图表 61：电解铝成本、利润情况（元/吨）

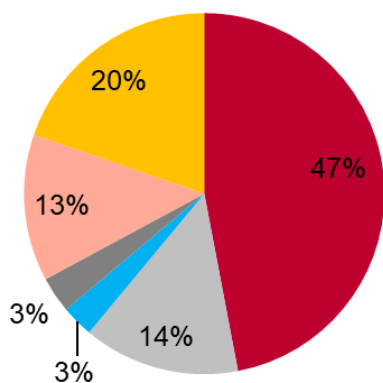
■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 62: 氧化铝生产成本构成

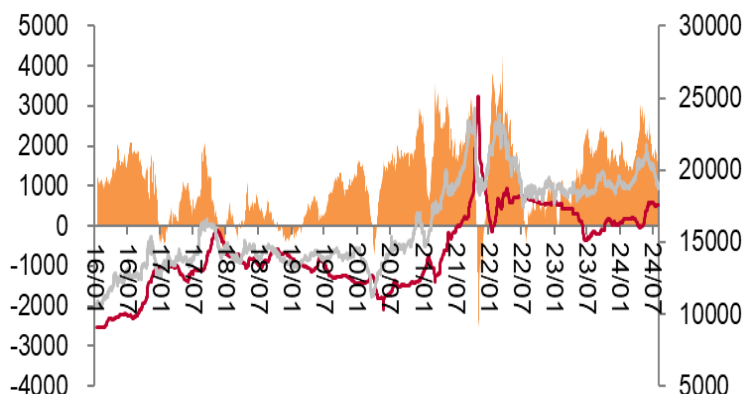
■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰 ■ 电力 ■ 其他能源 ■ 其他成本



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 64: 预焙阳极生产成本构成

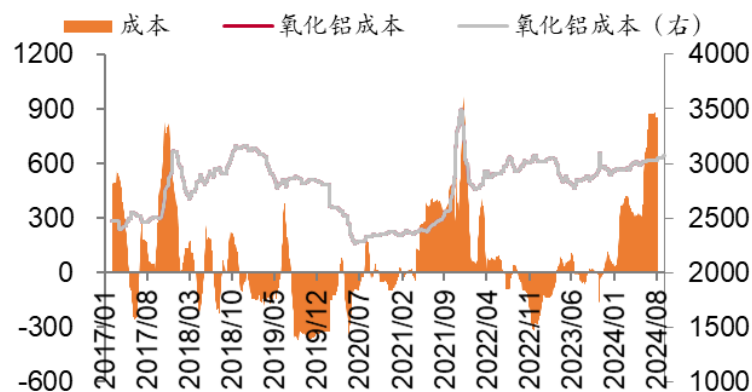
■ 利润 ■ 完全成本 (右轴) ■ 长江现货价格 (右轴)



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

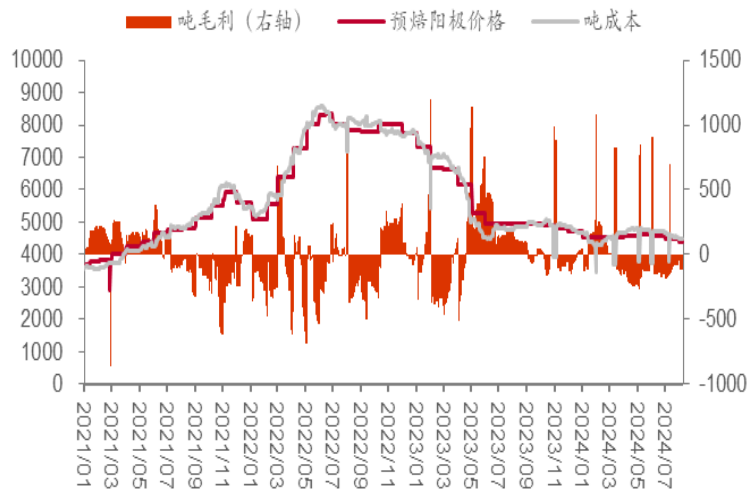
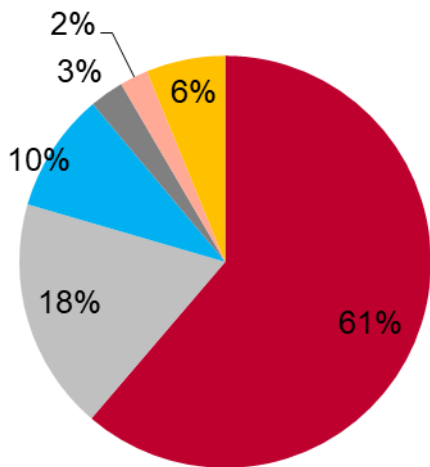
图表 63: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)



来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 65: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)

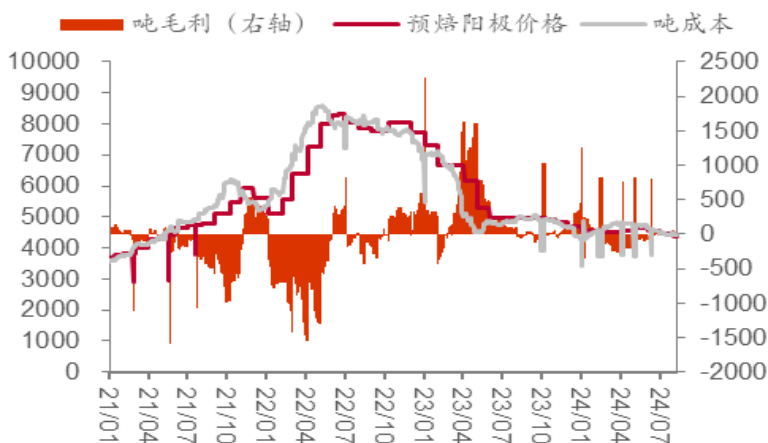
■ 石油焦 ■ 煤沥青 ■ 焙烧费
■ 销售及运费 ■ 环保费 ■ 其他成本



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

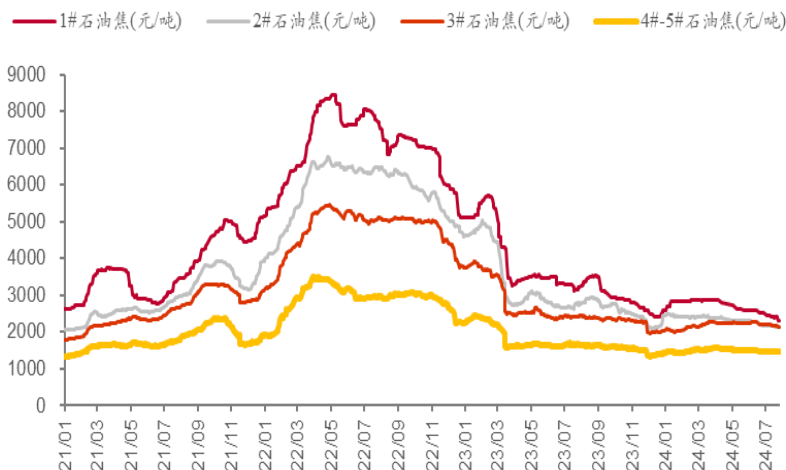
图表 66: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)



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8月9日, 1#石油焦价格为2321元/吨, 周环比下降3.2%, 同比下降28%。2#石油焦价格2139元/吨, 周环比上升0.2%, 同比下降21.8%。3#石油焦价格为2134元/吨, 周环比下降0.9%, 同比下降12%。4#-5#石油焦价格为1453元/吨, 周环比上升0.1%, 同比下降12.6%。

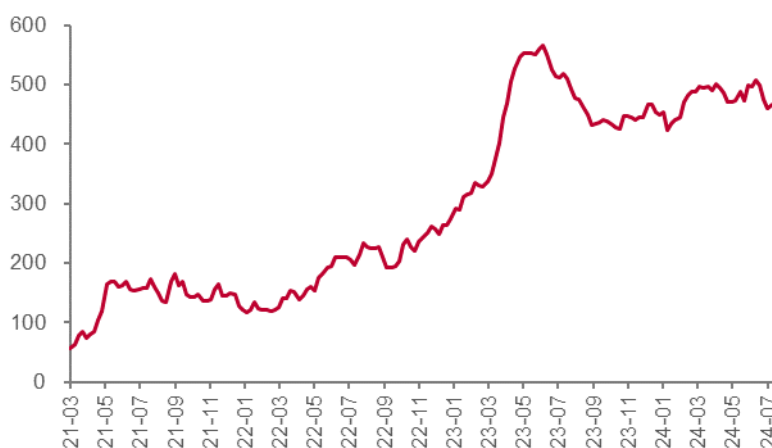
图表 67: 石油焦价格 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

- **石油焦库存回落。**截至8月9日，石油焦库存总量465.6万吨，环比下降0.04%，同比下降8.54%

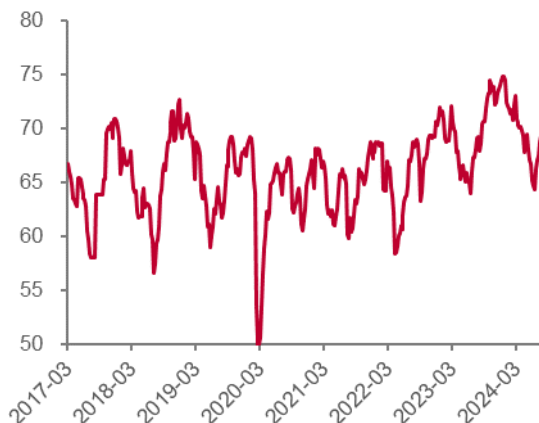
图表 68: 石油焦库存 (万吨)



来源: 钢联、中泰证券研究所

- **石油焦开工率上涨。**截止8月9日，国内石油焦开工率为69.44%，环比上升0.32pct。国内石油焦6月表观消费量362.46万吨，环比下降6%，同比下降2%。

图表 69: 国内石油焦产能利用率 (%)



来源: Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 70: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)



来源: WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所

4.2 铜：淡季效应延续，铜价震荡筑底

- **铜精矿加工费下降。**8月9日 SMM 进口铜精矿指数（周）报 6.12 美元/吨，较上一期的 6.55 美元/吨下降 0.43 美元/吨。

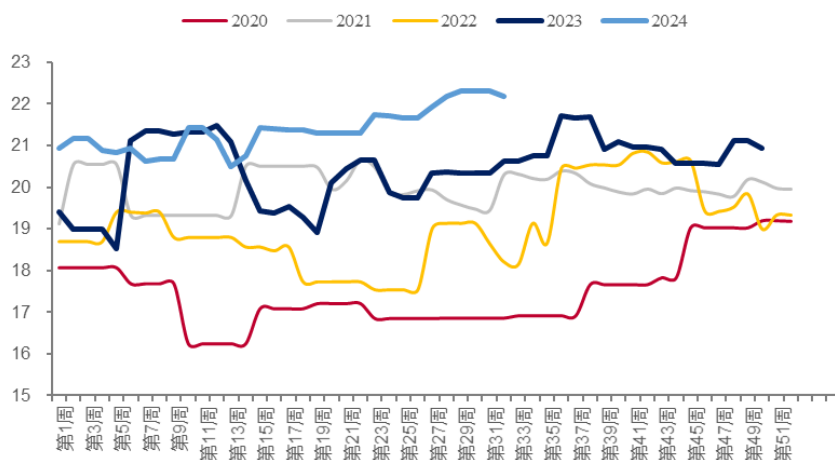
图表 71：铜矿 TC/RC



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 22.19 万吨，环比下降 0.48%。**

图表 72：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 8 月 9 日，粗炼检修产能达 596 万吨，环比保持不变；精炼检修产能达 640 万吨，环比保持不变。**

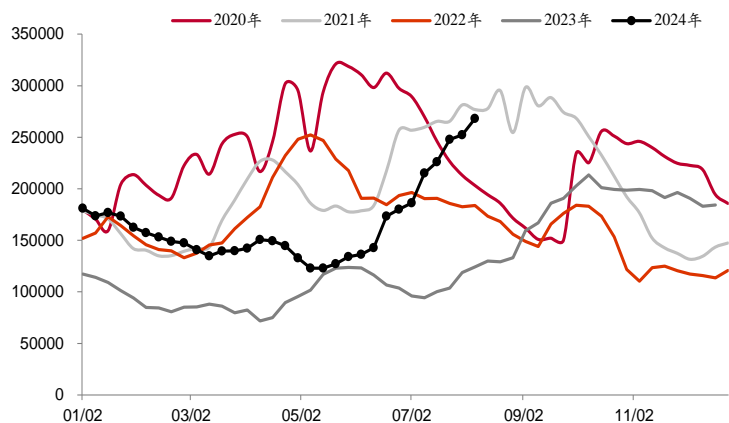
图表 73：中国铜冶炼行业装置动态（单位：万吨）

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
青海铜业有限责任公司	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
赤峰金通铜业有限责任公司	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(新线)	20(新线)	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	15	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

 ■ 国内去库、海外累库: 海外库存方面, LME 铜库存 29.64 万吨, 环比

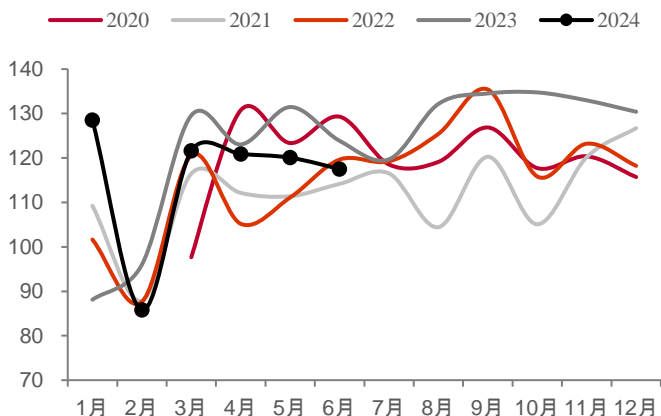
增 4.99 万吨，较去年同期增加 21.54 万吨。COMEX 库存环比上周增 0.67 万吨至 2.25 万吨，较去年同期减少 2.12 万吨。国内库存方面，国内现货库存 42.6 万吨，环比减少 1.89 万吨，同比增加 10.78 万吨。全球库存总计 69.41 万吨，环比增加 3.77 万吨。

图表 74: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)


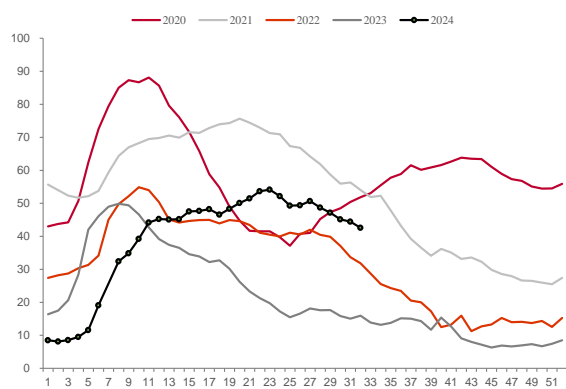
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 75: 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 76: 电解铜月度表观消费变动 (万吨)


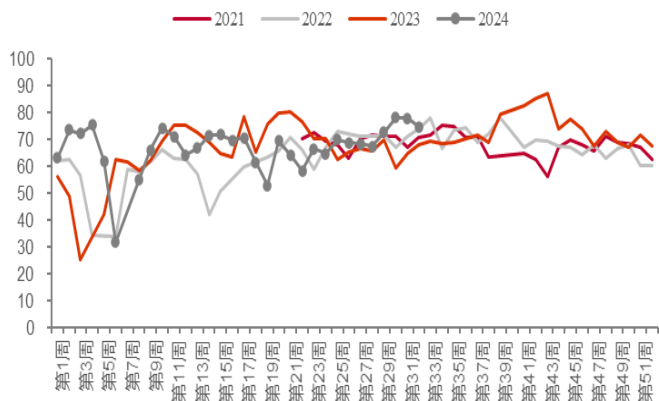
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 77: 电解铜社会库存变动 (万吨)


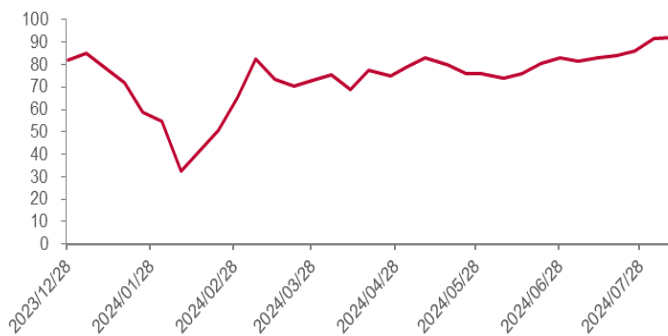
来源: SMM, 中泰证券研究所

- **下游采购敏感谨慎。**本周国内主要精铜杆企业周度开工率录得 74.89%，环比下降 3.95 个百分点。铜线缆企业开工率为 92.29%，环比增长 0.79 个百分点。

图表 78: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)
图表 79: 电线电缆开工率 (%)



来源：SMM，中泰证券研究所

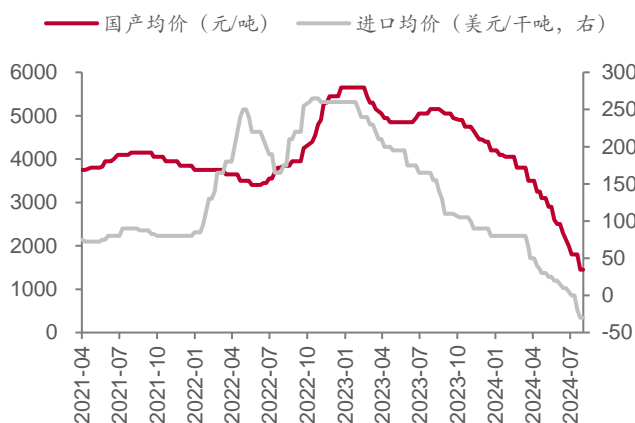


来源：SMM，中泰证券研究所

4.3 锌：库存快速回落，基本面对价格有支撑

■ 本周 SMM 锌精矿各地加工费较上周环比持平，其中 SMM Zn50 国产周度 TC 均价为 1450 元/金属吨，SMM Zn50 进口周度 TC 均价为 -30 美元/千吨。其中，内蒙古地区均价为 1600 元/金属吨，其余各地在 1300-1500 元/金属吨之间。整体看，加工费虽未继续下滑，但矿供应仍未看到缓解。现货市场上，本周冶炼厂原料采购以国内矿为主，整体来看稳价意愿较强；进口矿现货量仍较少，成交加工费持续较低。国内矿层面，内蒙古近期存在矿山常规检修，增量不显下，矿供应仍然紧张。另外，国内部分矿企因利润指标完成或上半年超产，计划于下半年检修减量，或对后续矿供应产生一定影响。需求层面，7 月冶炼厂产量环比下降 5.62 万吨至 48.96 万吨，8 月预计产量变化不大，国内冶炼厂矿采购需求持续，国内外加工费维持低位。本周，SMM 锌精矿在防城港、连云港、锦州港三地的库存总计达 8.5 万吨，环比上周增加 1.45 万吨，其中防城港库存贡献主要增量，港口锌矿库存水平仍偏低。

图表 80：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 81：国产锌精矿分地区加工费

	2024/07/26	2024/08/02	2024/08/09	单位
国产(周)	1800	1450	1450	元/金属吨
进口(周)	-20.0	-30.0	-30.0	美元/千吨
内蒙古	2000	1600	1600	元/金属吨
云南	1800	1400	1400	元/金属吨
湖南	1850	1500	1500	元/金属吨
广西	1850	1500	1500	元/金属吨
陕西	1700	1300	1300	元/金属吨
四川	1750	1400	1400	元/金属吨
甘肃	1800	1400	1400	元/金属吨

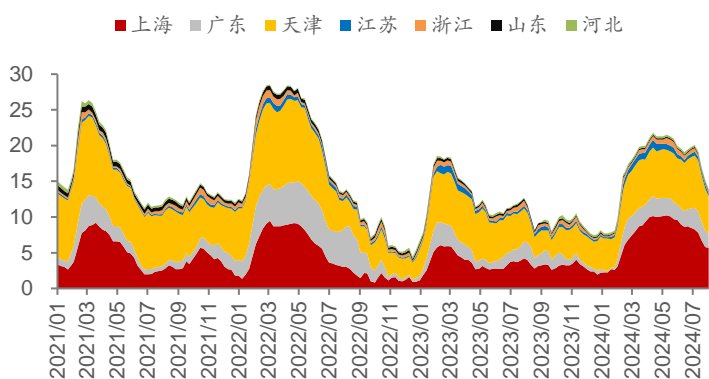
来源：SMM，中泰证券研究所

■ 本周沪伦比值回升至 8.5 以下震荡，锌锭进口窗口开启。海外来看，美国经济数据不佳也引发了市场对全球经济衰退的担忧，周初“黑色星期一”显现，市场恐慌情绪施压锌价，伦锌出现大幅下跌，叠加 LME 库存出现

大幅录增，供应过剩担忧持续，本周伦锌重心持续下滑；而国内来看，虽市场对经济衰退担忧情绪持续打压锌价，导致沪锌下行，但国内矿端紧缺持续为沪锌提供支撑，沪锌走势强于伦锌，预计下周沪伦比值或将维持震荡。

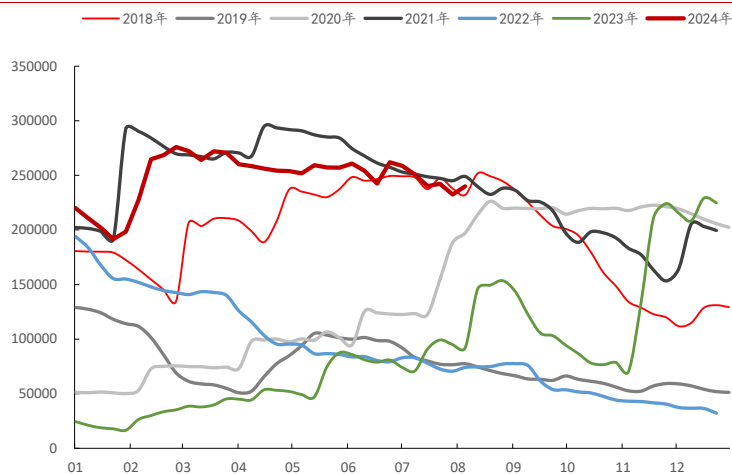
- **库存变化:** 据 SMM 调研，截至本周四（8月8日），SMM 七地锌锭库存总量为 13.92 万吨，较 8 月 1 日减少 1.23 万吨，较 8 月 5 日减少 1.22 万吨，国内库存继续录减。上海、广东、天津三地库存大幅下滑，主因周内三地仓库到货较少，并且锌价破位下跌，下游逢低积极采买，其中天津仓单有部分流出，供减需增下库存录减明显。整体来看，原三地库存降低 1.15 万吨，七地库存降低 1.22 万吨。LME 方面，截至 8 月 9 日，伦锌库存量 239,925 吨，较上周增加 7,375 吨。

图表 82: 国内锌七地库存 (万吨)



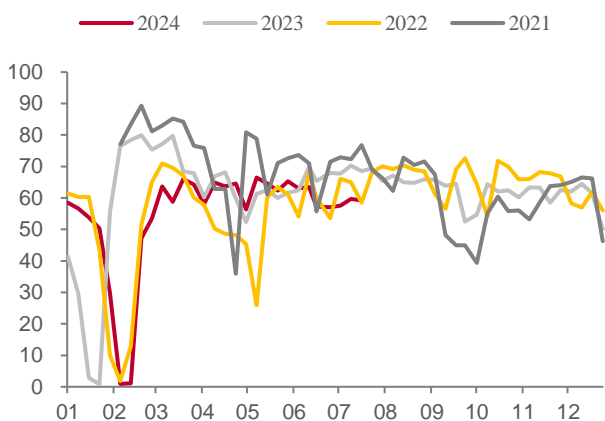
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 83: LME 锌库存变动趋势 (吨)



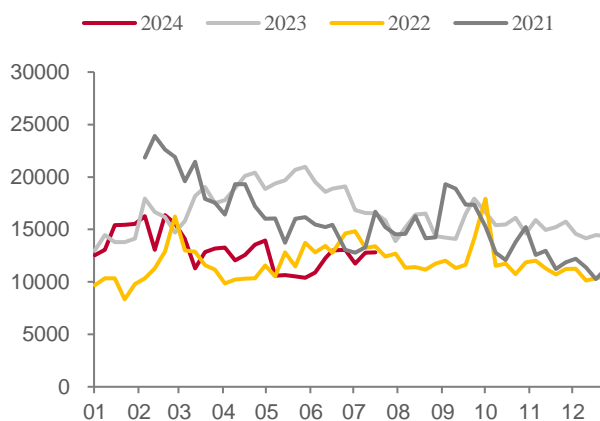
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 84: 镀锌开工率 (%)



来源: SMM, 中泰证券研究所

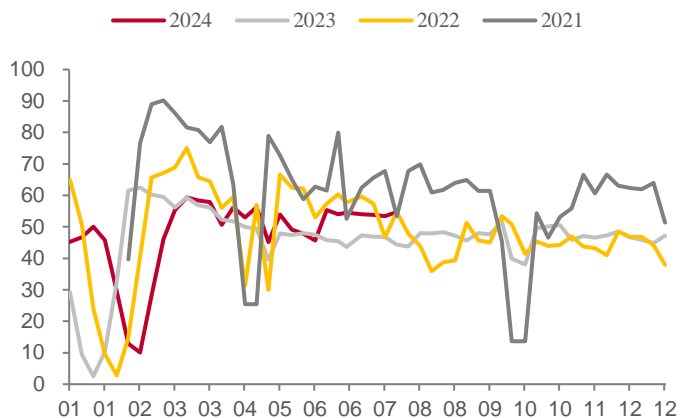
图表 85: 镀锌原料库存 (吨)



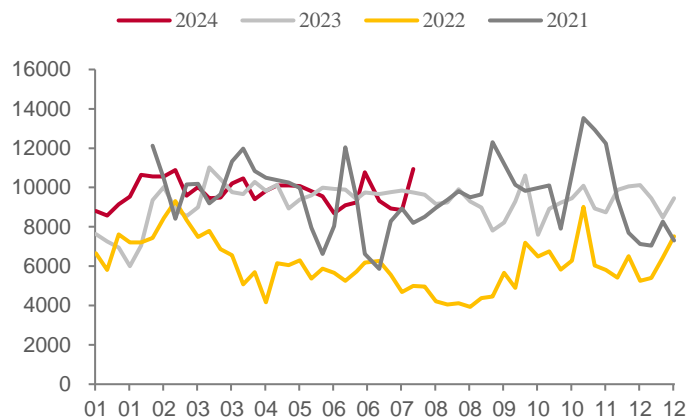
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 86: 压铸锌开工率 (%)

图表 87: 压铸锌原料库存 (吨)



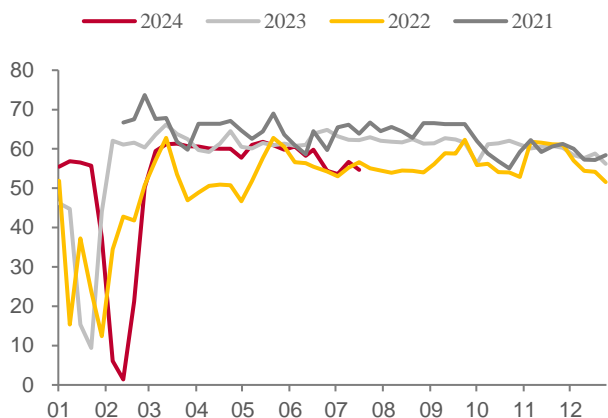
来源：SMM，中泰证券研究所



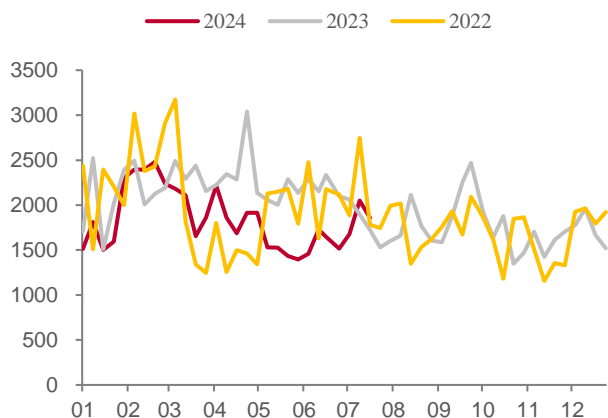
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 88：氧化锌开工率 (%)

图表 89：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：需求弱势仍是行情发展的主要矛盾

- **钢价小幅下降：**Myspic 综合钢价指数环比上周下降 1.63%，其中长材下降 1.35%，板材下降 1.97%。上海螺纹钢 3220 元/吨，较上周上升 0.31%。上海热轧卷板 3370 元/吨，较上周下降 2.32%。

图表 90：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	125.31	127.39	-1.63%	134.97	-7.16%	143.98	-12.97%
MySpic指数:长材	141.27	143.21	-1.35%	151.25	-6.60%	158.31	-10.76%
MySpic指数:扁平	110.04	112.25	-1.97%	119.39	-7.83%	130.27	-15.53%
上海螺纹钢	3220	3210	0.31%	3460	-6.94%	3700	-12.97%
期货收盘价(活跃合约)	3277	3379	-3.02%	3515	-6.77%	3700	-11.43%
基差	-57	-169	112	-55	-2	0	-57
广州-沈阳价差	-10	0	-10	-20	10	200	-210
上海-沈阳价差	-210	-280	70	-250	40	-40	-170
上海热轧板卷	3370	3450	-2.32%	3680	-8.42%	3960	-14.90%
基差	-60	-75	15	-31	-29	-4	-56
不锈钢(201/2B卷板:2.0mm)	8550	8650	-1.16%	8750	-2.29%	8950	-4.47%
取向硅钢(30Q120)	12400	12400	0.00%	12400	0.00%	17200	-27.91%
无取向硅钢(50WW600)	5400	5400	0.00%	5300	1.89%	5500	-1.82%

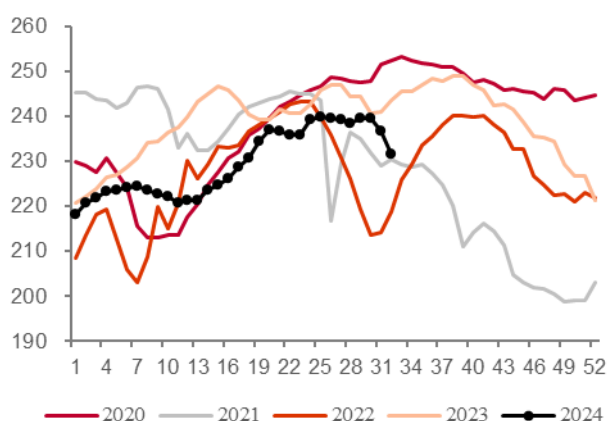
来源: Wind, 中泰证券研究所

- **供应下降:** 本周五大钢材品种供应 783.51 万吨, 周环比下降 60.55 万吨。
- **库存波动:** 本周五大钢材总库存(社库+厂库) 1721.6 万吨, 周环下降 24.81 万吨, 下降 1.42%。

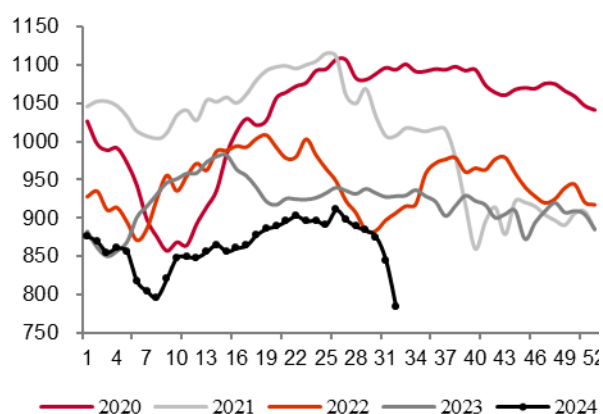
图表 91: 本周库存波动对比(万吨)

万吨	本周产量 2024/8/9	环比上周 2024/8/2	本周社库 2024/8/9	环比上周 2024/8/2	本周厂库 2024/8/9	环比上周 2024/8/2
螺纹	168.54	-29.21	535.13	-16.09	185.02	-6.13
线材	80.56	-5.52	74.59	-0.80	79.02	-1.89
热轧	303.56	-19.89	348.88	8.38	88.48	-3.33
中厚	149.72	-2.12	150.30	1.30	77.62	-1.20
冷轧	81.13	-3.81	141.94	-3.62	40.62	-1.43
合计	783.51	-60.55	1250.84	-10.83	470.76	-13.98

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

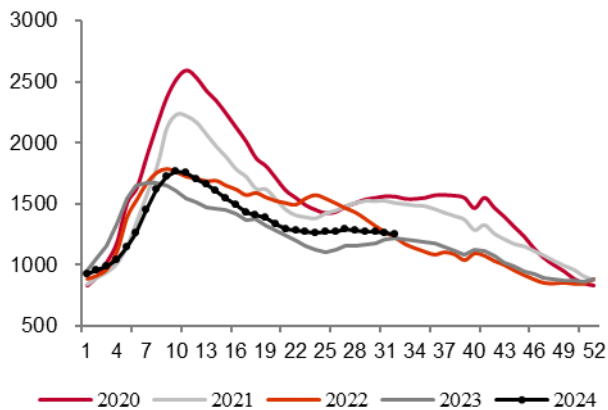
图表 92: 247家钢企铁水日均产量(万吨)


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

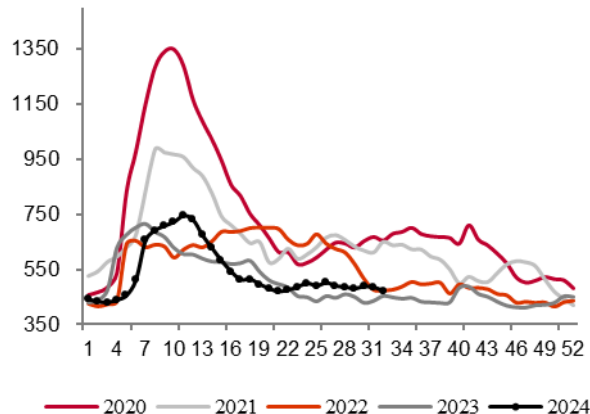
图表 93: 五大品种周度产量合计(万吨)


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 94: 历年五大品种社库波动(万吨)
图表 95: 历年五大品种厂库波动(万吨)

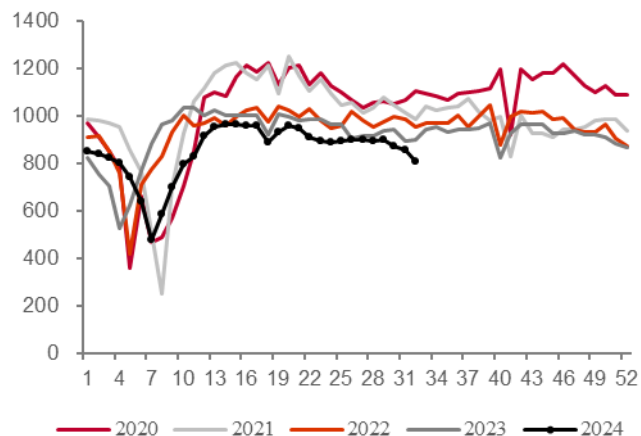


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

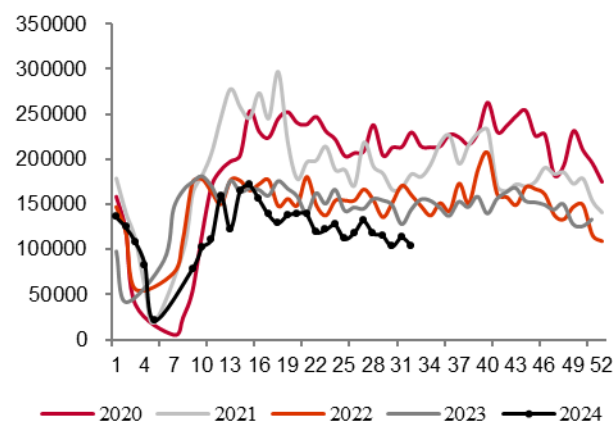


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

- 淡季弱需求效应明显:** 本周五大品种周消费量为 808.3 万吨, 下降 2.34%; 其中建材消费环比下降 5.40%, 板材消费环比下降 3.63%。建材成交量 10.44 万吨, 环比下降 7.98%。

图表 96: 五大品种总表观消费量 (万吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 97: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

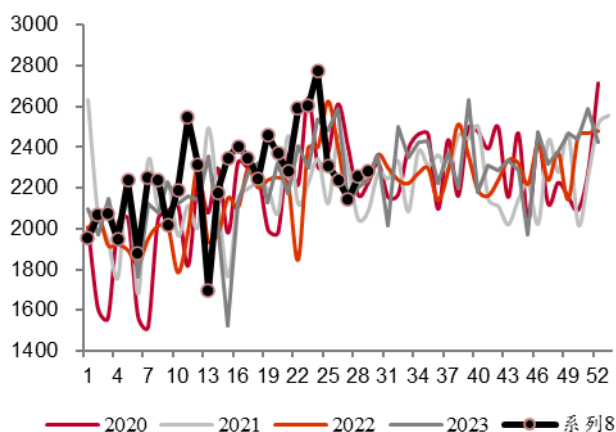
- 矿价震荡:** 本周 Platts62%99.3 美元/吨, 周环比下降 4.25 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 2280.3 万吨, 环比上升 1%, 其中中国到港量 1379.5 万吨, 环比上升 41.4%。最新钢厂进口矿库存天数 19 天, 环比持平。天津准一冶金焦 1940 元/吨, 环比下降 50 元/吨。废钢 2250 元/吨, 环比下降 90 元/吨。

图表 98: 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	99.3	103.55	-4.25	109.6	-10.3	0	99.3
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	763	790	-27	827	-64	839	-76
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	620	630	-10	655	-35	705	-85
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-763	-790	27	-827	64	-839	76
	卡粉-超特	元/湿吨	-620	-630	10	-655	35	-705	85
	PB粉-超特	元/湿吨	143	160	-17	172	-29	134	9
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	24.27	23.79	0.48	27.46	-3.19	20.45	3.82
	西澳-青岛	美元/吨	9.82	9.85	-0.03	10.1	-0.28	8.34	1.48
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	1940	1990	-50	2040	-100	2240	-300
	京唐港主焦煤	元/吨	1980	1980	0	2070	-90	2150	-170
张家港废钢	元/吨	2250	2340	-90	2500	-250	2520	-270	
唐山方坯Q235	元/吨	3070	3140	-70	3280	-210	3540	-470	

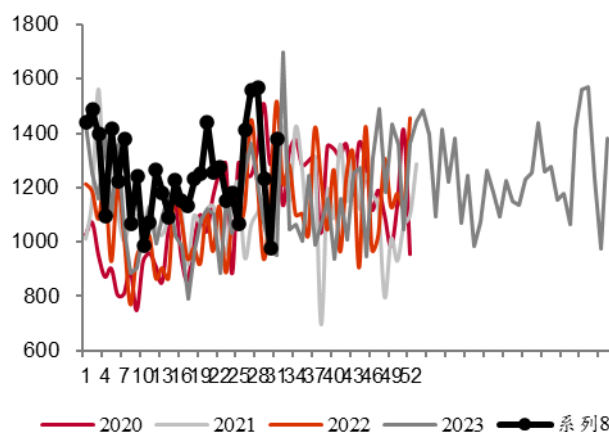
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 99: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)



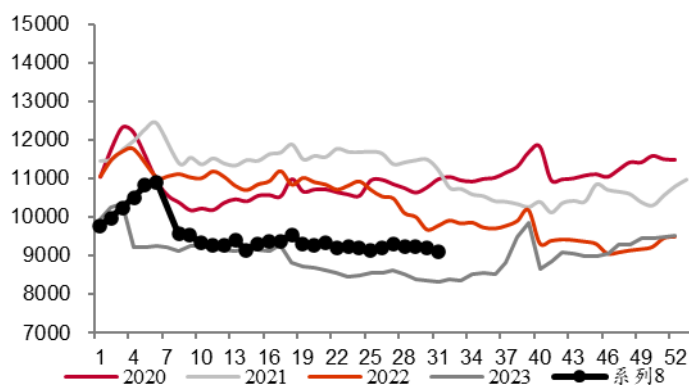
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 100: 中国铁矿石到港量 (万吨)



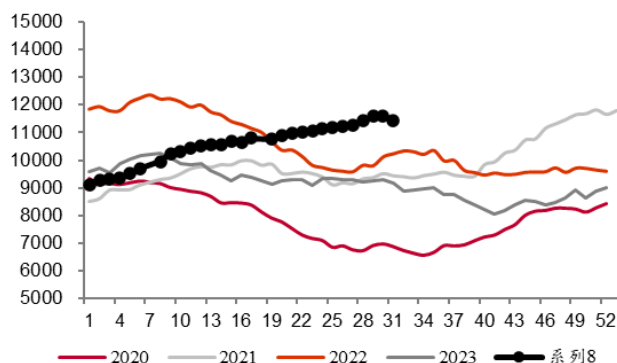
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 101: 进口矿港口库存 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 102: 进口矿钢厂库存 (万吨)

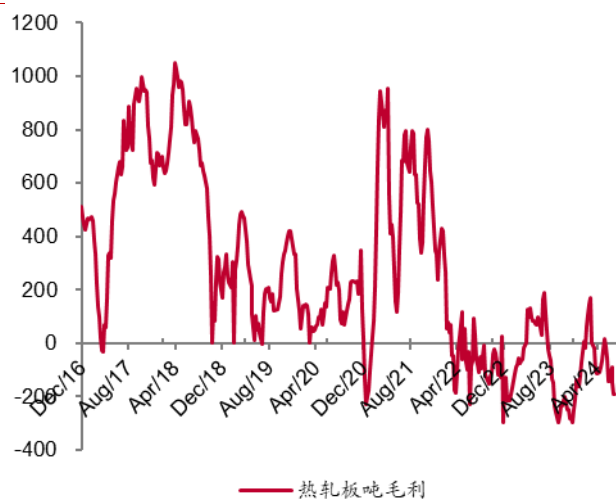


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 吨钢盈利持续下跌: 热轧卷板(3mm)毛利-193元/吨, 毛利率下降6.33pct; 冷轧板(1.0mm)毛利-532元/吨, 毛利率降-15.63pct; 螺纹钢(20mm)毛利-198元/吨, 毛利率降低-6.95pct; 中厚板(20mm)毛利-332

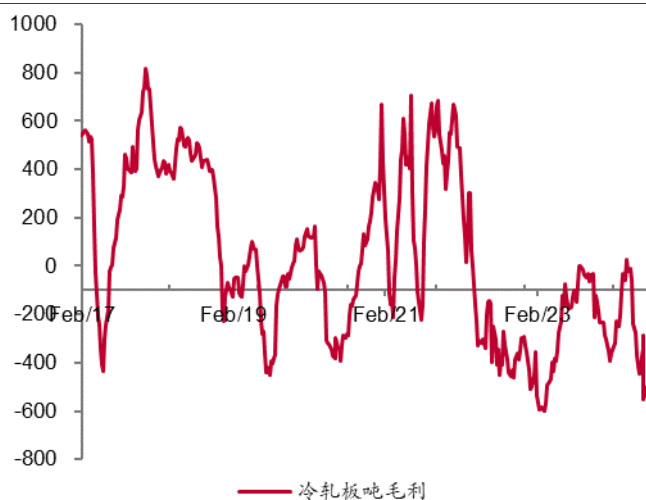
元/吨，毛利率降-10.88pct。

图表 103: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)



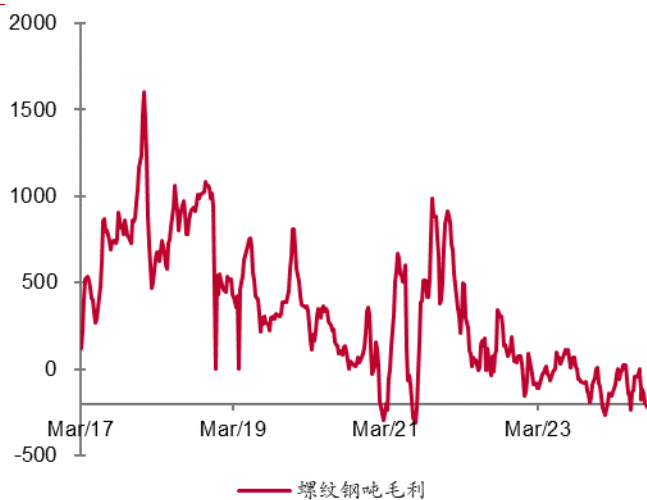
来源: wind、中泰证券研究所

图表 104: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)



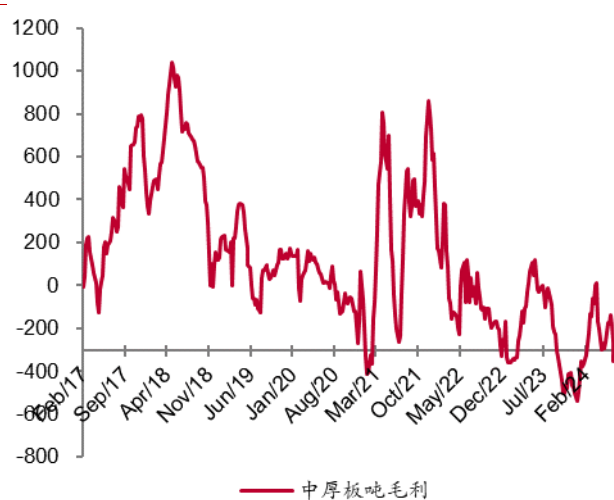
来源: wind、中泰证券研究所

图表 105: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 106: 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 9 月降息预期继续升温, 但流动性的短暂冲击下, 贵金属价格波动放大, 周内央行连续三月暂停购金, 但对金价边际影响显著弱化, 中长期看, 美国远端国债实际收益率当前仍处于 2%左右历史高位, 高利率下美国经济上行风险较低, 伴随着全球信用格局重塑, 贵金属价格将保持长期上行趋势。
- **大宗金属:** 本周, 市场仍维持衰退的宏观假设, 伴随着流动性的短暂冲击, 价格涨跌互现, 但在长期供需格局重塑背景下, 基本金属价格进一步下行的空间有限, 行业仍有望维持长期高景气, 尤其是铜铝更是如此。

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。