

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

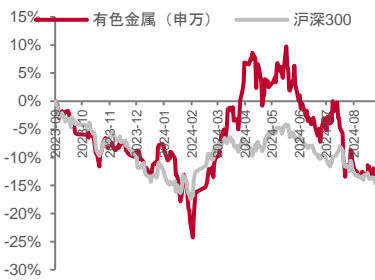
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	24,886.15
行业流通市值(亿元)	22,002.84

行业-市场走势对比



图表：周内商品价格变动

单位	本周五(8.30) 价格	周度涨跌幅
COMEX黄金 美元/盎司	2,527.60	-0.73%
SHFE黄金 元/克	574.06	0.26%
COMEX白银 美元/盎司	29.14	-2.27%
SHFE白银 元/千克	7,503	0.13%
LME铜 美元/吨	9,252	-0.50%
SHFE铜 元/吨	74,220	0.98%
LME铝 美元/吨	2,446	-3.45%
SHFE铝 元/吨	19,850	0.28%
LME铅 美元/吨	2,068	-2.01%
SHFE铅 元/吨	17,345	-0.43%
LME锌 美元/吨	2,900	-0.63%
SHFE锌 元/吨	24,050	0.21%
LME锡 美元/吨	32,440	-1.67%
SHFE锡 元/吨	264,110	-1.29%
LME镍 美元/吨	16,700	0.00%
SHFE镍 元/吨	131,510	0.60%

来源：wind、中泰证券研究所

投资要点

■ **【本周关键词】：黄金ETF持有量继续上升、国内逆周期政策加码预期升温**

■ **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 Q2 GDP 超预期，7 月核心 PCE 低于预期，软着陆概率提升，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，基本面运行平稳，市场等待旺季需求的验证及国内逆周期政策加码，但美元指数走高背景下，价格短期回落。在长期供需格局重塑背景下，大宗金属价格进一步下行的空间有限，行业有望维持长期高景气，尤其是铜铝更是如此。

■ **行情回顾：大宗金属整体回落**：1) 周内，LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-0.5%、-3.5%、-2.0%、-0.6%、-1.7%、0.0%，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为 1.0%、0.3%、-0.4%、0.2%、-1.3%、0.6%；2) COMEX 黄金收于 2527.60 美元/盎司，环比下跌 0.73%，SHFE 黄金收于 574.06 元/克，环比上涨 0.26%；3) **本周有色行业指数跑赢市场**，申万有色金属指数收于 3,980.48 点，环比上涨 1.06%，跑赢上证综指 1.48 个百分点，能源金属、金属新材料、小金属、工业金属、贵金属的涨跌幅分别为 5.98%、5.78%、3.37%、1.08%、-8.08%。

■ **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**：国内 8 月官方制造业 PMI 49.1（前值 49.4，预期 49.5），8 月非制造业 PMI 商务活动 50.3（前值 50.2）；7 月工业企业利润累计同比 3.6%（前值 3.5%）；7 月服务贸易差额当月-193.85 亿美元（前值-162.37 亿美元）。

2) **美国 7 月核心 PCE 物价指数同比回升**：美国第二季度实际 GDP 季调环比折年率 3.0%（前值 1.4%，预期 2.8%）；7 月核心 PCE 物价指数同比 2.62%（前值 2.58%，预期 2.70%），环比 0.16%（前值 0.16%），PCE 物价指数同比 2.50%（前值 2.47%），环比 0.15%（前值 0.60%，预期 0.20%）。

3) **欧元区 7 月失业率同比回落**：欧元区 7 月 M1 同比-3.11%（前值-3.17%），M2 同比 1.15%（前值 1.44%）；8 月欧元区经济景气指数季调 96.6（前值 96.0，预期 95.9）；7 月欧元区失业率季调 6.4%（前值 6.5%），欧盟失业率 6.0%（前值 6.0%）。

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

■ **贵金属：美国软着陆预期升温，外盘金价回落**

周内，美国 Q2 实际 GDP 环比折年率超预期，7 月核心 PCE 物价指数折年率不及预期，软着陆预期升温，外盘金价有所回落。十年期美债实际收益率 1.76%，环比 +0.08pcts，实际收益率模型计算的残差 1635.2 美元/盎司，环比+13.9 美元/盎司。目前美国十年期国债实际收益率处于 2%左右的历史高位，高利率下美国经济上行风险较低，而全球信用格局重塑将支撑金价上行至新高度。

■ **大宗金属：美元指数回升，价格整体承压**

周内，基本面平稳，市场等待旺季需求的验证，而美元指数回升，对价格形成压力。

1、**对于电解铝，需求向旺季缓慢过渡，库存短期累库**

供应方面，四川地区传出限电消息，据 SMM 该地区由于降水不足，高温天气影响，民用电需求增加，为保证民用电，四川地区电解铝企业错峰生产，目前并不影响开工以及产量。本周电解铝行业运行产能依旧维持在 4342.6 万吨。**需求方面**，周内国内铝下游开工整体持稳，因铝价持续反弹，周内部分型材企业订单无亮点可言。板带箔行业开工周内略有好转，部分企业反馈包装箔等产品订单好转，向传统旺季过渡。铝线缆市场整体持稳为主，但铝价快速拉涨后，导致一部分企业前期订单盈利下降，延后生产意愿走强。**库存方面**，国内铝锭库存 86.1

万吨，环比上升 0.7 万吨，国内铝棒库存 18.41 万吨，环比降 0.62 万吨，全球库存（国内铝锭库存+LME 铝库存）171.315 万吨，环比降 1.18 万吨。

- 1) 氧化铝价格 3940 元/吨，比上周上升 6 元/吨，氧化铝成本 3094 元/吨，环比保持不变，吨毛利 846 元/吨，环比上升 0.17%。
- 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 4402 元/吨，周内平均吨毛利-29 元/吨，环比下降 47.5%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4363 元/吨，环比上升 0.04%，周内平均吨毛利 9 元/吨。
- 3) 除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 17420 元/吨，环比上升 0.07%，长江现货铝价 19660 元/吨，环比下降 0.35%，吨铝盈利 1487 元，环比下降 3.51%。

国内电解铝供应端短期持稳，下游需求仍在缓慢恢复，但仍需更多终端需求带动才能有明显好转。短期来看，宏观利好情绪消散加之基本面去库不及预期，多头资金信心不足，短期铝价或横盘整理为主。

2、对于电解铜，美元指数走高，铜价承压

供给方面，8 月 30 日 SMM 进口铜精矿指数（周）5.73 美元/吨，较上一期的 6.41 美元/吨下降 0.68 美元/吨。需求方面，订单增长主要来自电网下单，新能源发电类订单表现为小幅恢复，厂房和其他基建类工程建设略有恢复，而民用地产业类订单依然疲软。此外，本周铜价波动对订单产生了一定影响，多家企业表示，当铜价突破 73500 元/吨后，新订单的增幅放缓，市场中尽管下游客户有明确需求，但并不急于签订合同，仍在观望铜价走势。库存方面，截至 8 月 30 日，海外 LME 铜库存 32.093 万吨，环比增 0.54 万吨，较去年同期增加 22.17 万吨。COMEX 库存环比上周增 0.63 万吨至 4.012 万吨，较去年同期增加 0.72 万吨。国内库存方面，国内现货库存 35.3 万吨，环比减少 0.92 万吨，同比增 21.76 万吨。全球库存总计 71.40 万吨，环比上升 0.25 万吨。

总结来看，国内逐步接近消费旺季，而供应端干扰也仍然存在，因此目前国内社库出现了相对明显的去化，不过在部分时间内，下游企业采购积极性或因铜价上涨而在一定程度上受抑。整体来看短期内铜价依旧处于震荡模式。

3、对于锌，减产预期支撑下，内外盘锌价高位运行

供给方面，百川统计国内锌锭周产量 9.75 万吨，环比-0.68%；需求方面，时随着黑色金属价格企稳和高温雨水天气结束，下游消费存在好转预期，但整体改善情况有限。库存方面，七地锌锭库存 12.71 万吨，去库 0.39 万吨。

4、对于钢铁，供需基本面边际改善

钢材现货市场来看，供给端：由于钢市的先涨后跌，钢厂品种亏损压力仍在，产能释放力度再度转弱，铁水产量小幅下降，而品种产量则有所上升。需求端：传统旺季即将来临，备货需求渐起，市场成交持续好转，但需求释放力度不及预期。成本端：由于铁矿石价格的小幅上涨，废钢价格的稳中上涨，焦炭价格的大幅下跌，使得生产成本支撑维持韧性。因此预计国内钢材市场将在传统旺季预期增强、钢厂供给再度转弱、市场成交持续好转、成本支撑维持韧性的影响下，国内钢市或将呈现震荡小涨行情。

- **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股整体回升.....	- 8 -
1.2 贵金属：金价内盘回升外盘回落.....	- 9 -
1.3 大宗金属：价格整体承压.....	- 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月核心PCE物价指数同比回升.....	- 11 -
2.3 欧洲因素：欧元区7月失业率季调同比回落.....	- 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 流动性压力已过，上行趋势延续.....	- 14 -
3.2 黄金ETF持仓环比回升，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：需求向旺季缓慢过渡，库存短期累库.....	- 19 -
4.2 铜：美元指数走高，铜价承压.....	- 26 -
4.3 锌：减产预期支撑下，内外盘锌价高位运行.....	- 30 -
4.4 钢铁：供需基本面边际改善.....	- 32 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 36 -
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: 国内官方 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 GDP 不变价同比及环比 (%).....	- 12 -
图表 17: 美国核心 PCE 当月同比 (%).....	- 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: 欧盟失业率季调 (%).....	- 13 -
图表 23: 欧元区 M1、M2 及 M3 同比 (%).....	- 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: 全球铝年度总库存走势对比 (万吨)	- 23 -
图表 58: LME 铝期货库存变动 (万吨)	- 23 -
图表 59: 氧化铝运行产能 (万吨)	- 23 -
图表 60: 氧化铝库存 (万吨)	- 23 -
图表 61: 电解铝的完全成本构成	- 24 -
图表 62: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)	- 24 -
图表 63: 氧化铝生产成本构成	- 24 -
图表 64: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)	- 24 -
图表 65: 预焙阳极生产成本构成	- 24 -
图表 66: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)	- 24 -
图表 67: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)	- 25 -
图表 68: 石油焦价格 (元/吨)	- 25 -

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

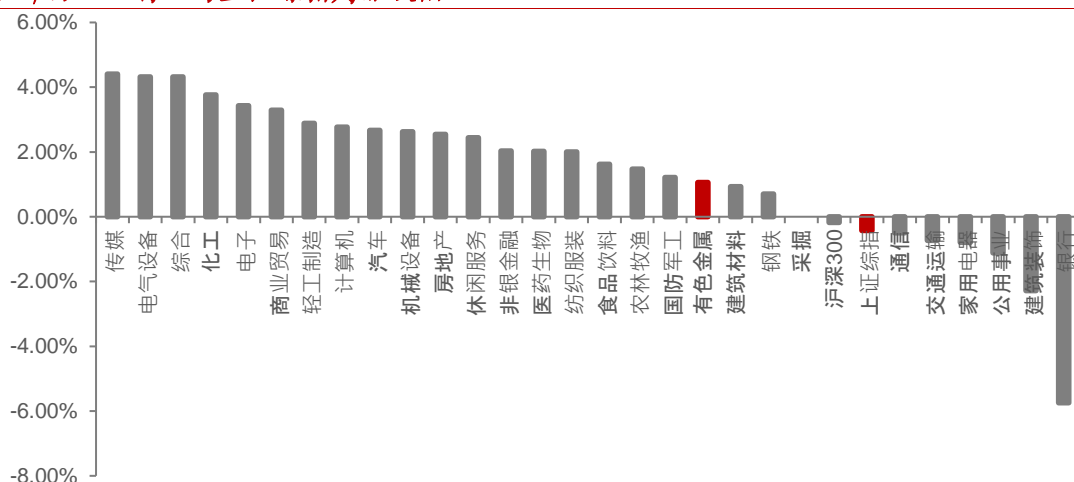
图表 104: 进口矿钢厂库存 (万吨)	- 35 -
图表 105: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 35 -
图表 106: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 35 -
图表 107: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)	- 35 -
图表 108: 中厚板毛利变化 (元/吨)	- 35 -

1. 行情回顾

1.1 股市行情回顾：美股、A股整体回升

- 周内，美股三大指数整体回升（道指↑0.94%，纳斯达克↓0.92%，标普↑0.24%）。
- 本周 A 股整体回升：上证指数收于 2,842.21 点，环比下跌 0.43%；深证成指收于 8,348.48 点，环比上涨 2.04%；沪深 300 收于 3,321.43 点，环比下跌 0.17%；申万有色金属指数收于 3,980.48 点，环比上涨 1.06%，跑赢上证综指 1.48 个百分点。

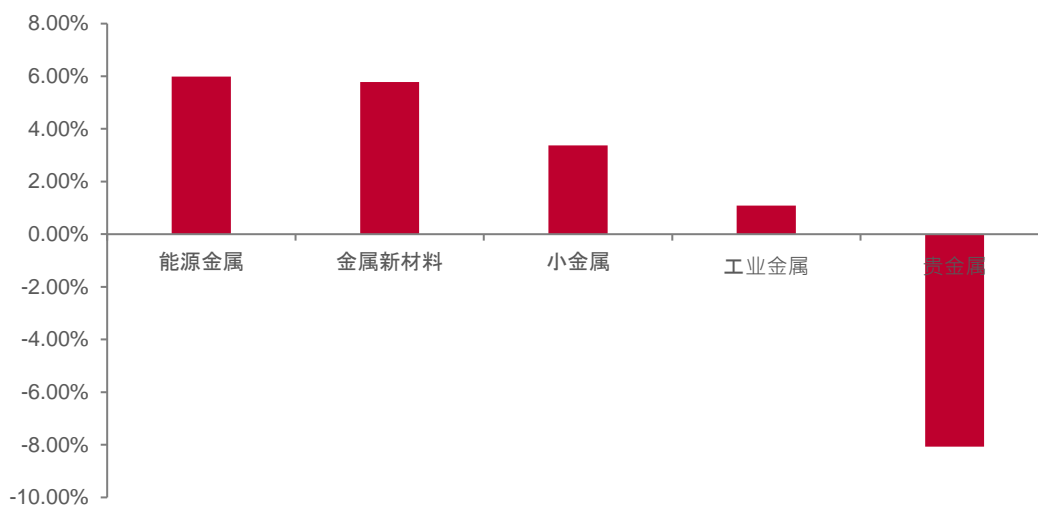
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，能源金属、金属新材料、小金属、工业金属、贵金属的涨跌幅分别为 5.98%、5.78%、3.37%、1.08%、-8.08%。

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	2024.08.30市 值 (亿元)	2024.08.23市 值 (亿元)	周涨跌幅
300337.SZ	银邦股份	81.53	61.23	33.2%
688456.SH	有研新材	30.36	26.49	14.6%
601137.SH	博威合金	114.54	100.31	14.2%
003038.SZ	鑫铂股份	32.85	29.19	12.6%
002824.SZ	和胜股份	40.58	36.20	12.1%
603115.SH	海星股份	25.50	22.80	11.9%
300057.SZ	万顺新材	39.07	34.97	11.7%
603876.SH	鼎胜新材	78.34	71.57	9.5%
002378.SZ	章源钨业	68.96	63.31	8.9%
002497.SZ	雅化集团	99.81	92.44	8.0%

来源: wind, 中泰证券研究所

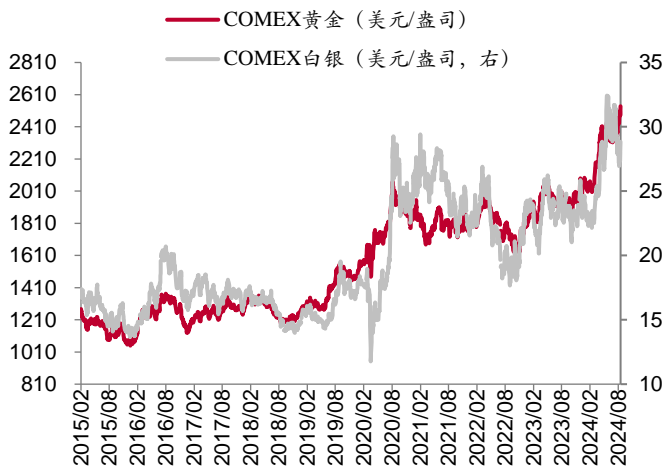
图表 4: 周内有色金属领跌个股

证券代码	证券名称	2024.08.30市 值 (亿元)	2024.08.23市 值 (亿元)	周涨跌幅
600489.SH	中金黄金	652.93	742.12	-12.0%
600547.SH	山东黄金	1207.83	1361.71	-11.3%
000975.SZ	银泰黄金	445.94	487.04	-8.4%
000758.SZ	中色股份	84.10	88.88	-5.4%
600988.SH	赤峰黄金	289.35	305.33	-5.2%
002237.SZ	恒邦股份	111.13	115.03	-3.4%
000933.SZ	神火股份	338.58	346.46	-2.3%
000426.SZ	兴业矿业	212.20	216.79	-2.1%
002155.SZ	湖南黄金	187.40	191.00	-1.9%
000603.SZ	盛达资源	70.17	71.27	-1.5%

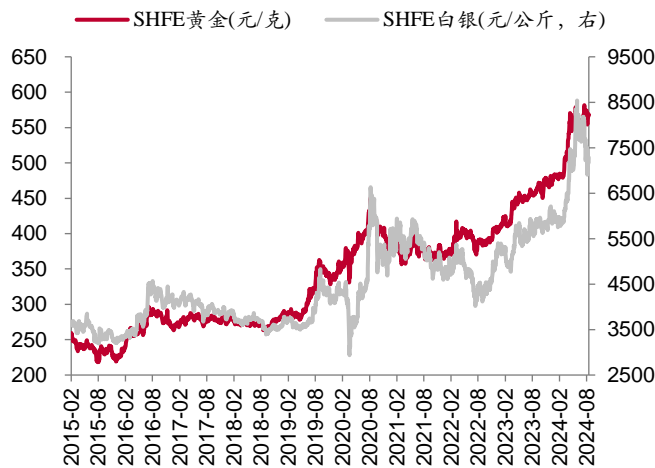
来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 金价内盘回升外盘回落

- 周内, 美联储释放 9 月降息信号, 叠加利比亚宣布停止所有石油生产和出口, 原油价格上涨, 市场对输入性通胀风险的担忧有所上升, 金价内盘回升外盘回落。截至 8 月 30 日, COMEX 黄金收于 2527.60 美元/盎司, 环比下跌 0.73%; COMEX 白银收于 29.14 美元/盎司, 环比下跌 2.27%; SHFE 黄金收于 574.06 元/克, 环比上涨 0.26%; SHFE 白银收于 7503 元/千克, 环比上涨 0.13%。

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: 价格整体承压

- 美国软着陆预期升温, 市场对美联储降息预期延续, 叠加短期旺季预期来临, 但市场对输入性通胀风险的担忧再度上升, 美元指数有所回升, 基本金属价格整体承压。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-0.5%、-3.5%、-2.0%、-0.6%、-1.7%、0.0%。

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	9,252	6,082	-0.5%	9.0%	52.1%	74.3%
	SHFE	74,220	48,020	1.0%	6.4%	54.6%	
铝	LME	2,446	1,794	-3.5%	9.3%	36.3%	42.1%
	SHFE	19,850	14,100	0.3%	2.7%	40.8%	
铅	LME	2,068	1,988	-2.0%	-8.3%	4.0%	39.1%
	SHFE	17,345	14,850	-0.4%	1.7%	16.8%	
锌	LME	2,900	2,373	-0.6%	16.6%	22.2%	47.1%
	SHFE	24,050	18,160	0.2%	13.1%	32.4%	
锡	LME	32,440	17,200	-1.7%	25.9%	88.6%	53.8%
	SHFE	264,110	137,340	-1.3%	21.8%	92.3%	
镍	LME	16,700	13,375	0.0%	-20.4%	24.9%	33.2%
	SHFE	131,510	105,850	0.6%	-21.8%	24.2%	

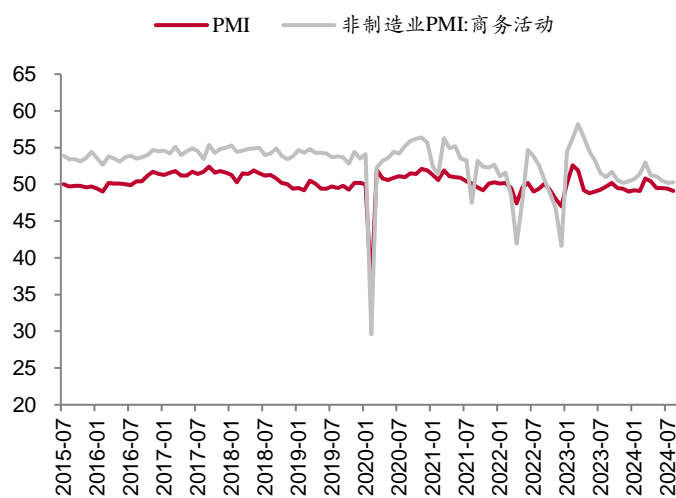
来源: wind, 中泰证券研究所, 注: LME 金属单位为美元/吨, SHFE 金属单位为元/吨。

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

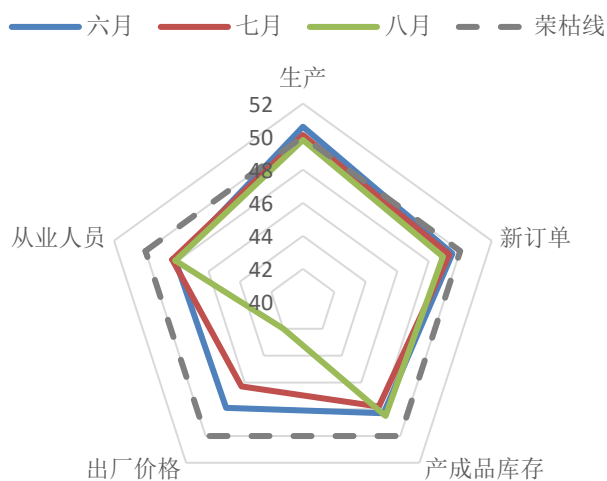
- 国内 8 月制造业 PMI 有所回落且低于预期。本周披露国内 8 月官方制造业 PMI 为 49.1 (前值 49.4, 预期 49.5), 8 月非制造业 PMI 商务活动为 50.3 (前值 50.2); 7 月工业企业利润累计同比为 3.6% (前值 3.5%); 7 月服务贸易差额当月值为-193.85 亿美元 (前值-162.37 亿美元)。

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: 国内官方 PMI 分项



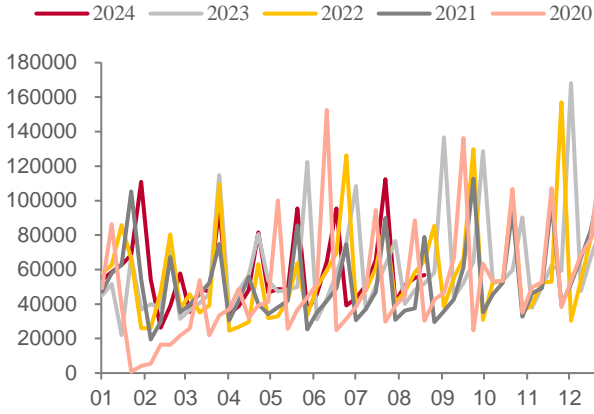
来源: Wind, 中泰证券研究所

国内高频数据跟踪: 汽车消费回升、地产数据回落

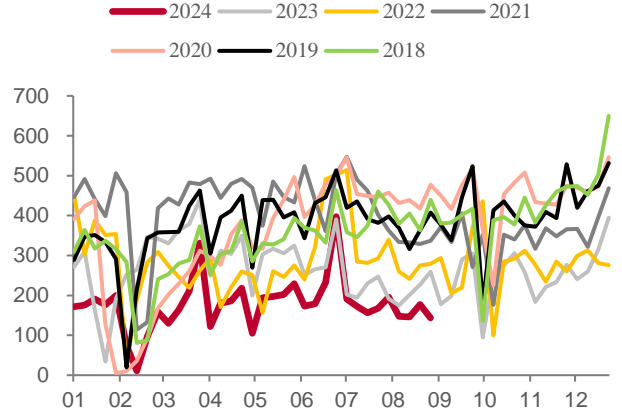
消费端: 汽车消费回升, 周内乘用车日均销量为 56,813 辆, 环比+2.92%; 投资端: 地产数据回落, 本周国内 30 大中城市商品房成交面积 146.36 万平方米, 环比-19.24%; 生产端: 高炉开工率为 76.39%, 环比-1.06pcts; 出口端: 美国 8 月 Markit 制造业 PMI 为 48.0, 环比-1.6, 7 月出口金额当月同比为 7.0% (前值 8.6%, 预期 9.6%)。

图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆)

图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)

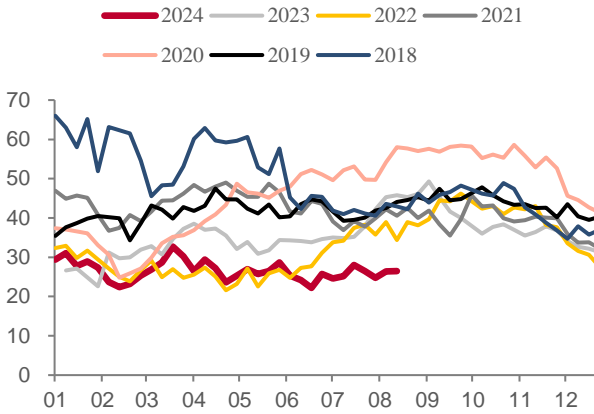


来源: Wind, 中泰证券研究所



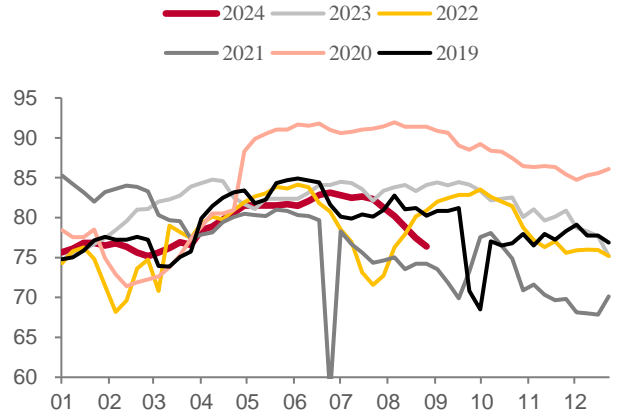
来源: Wind, 中泰证券研究所

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 (%)



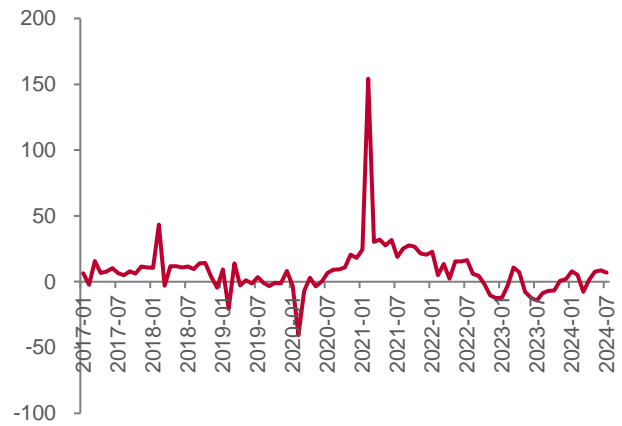
来源: Wind, 中泰证券研究所

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: 7月核心 PCE 物价指数同比回升

- 美国 7 月核心 PCE 物价指数同比回升。**本周披露美国第二季度实际 GDP 季调环比折年率（预估）为 3.0%（前值 1.4%，预期 2.8%）；7 月核心 PCE 物价指数同比为 2.62%（前值 2.58%），环比为 0.16%（前值 0.16%），PCE 物价指数同比为 2.50%（前值 2.47%），环比为 0.15%（前值 0.60%，预期 0.20%）。

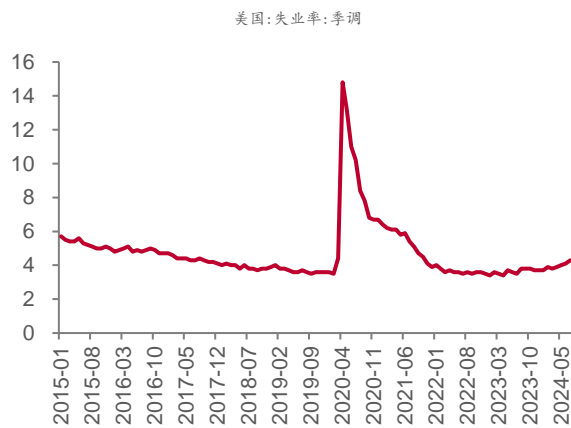
图表 16: 美国 GDP 不变价同比及环比 (%)


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。**本周披露 8 月 24 日当周初请失业金人数季调为 23.1 万人（前值 23.3 万人），美国 8 月 17 日续请失业金人数为 186.8 万人（前值 185.5 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	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18								0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	70.0%
2024/11/7			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	41.8%	49.3%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	21.8%	44.8%	30.0%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	5.5%	24.4%	43.1%	26.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.4%	26.2%	41.5%	23.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.6%	5.5%	20.6%	36.9%	29.1%	7.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.4%	3.8%	15.2%	31.1%	31.9%	15.0%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.2%	1.9%	8.7%	22.1%	31.5%	24.6%	9.6%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.7%	4.1%	13.1%	25.1%	29.2%	19.7%	6.9%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

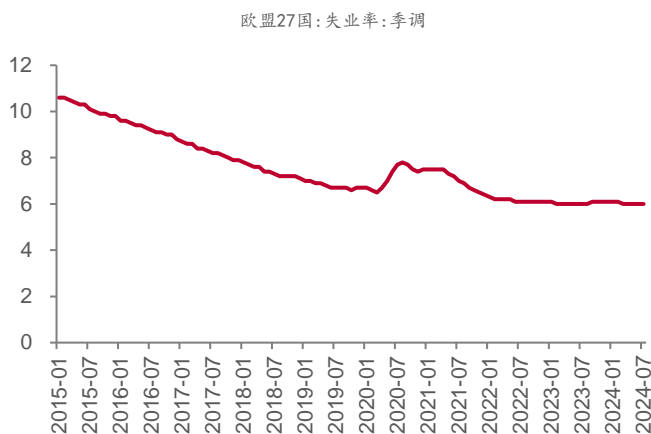
来源: CME, 中泰证券研究所, 注: 截至 2024 年 08 月 30 日



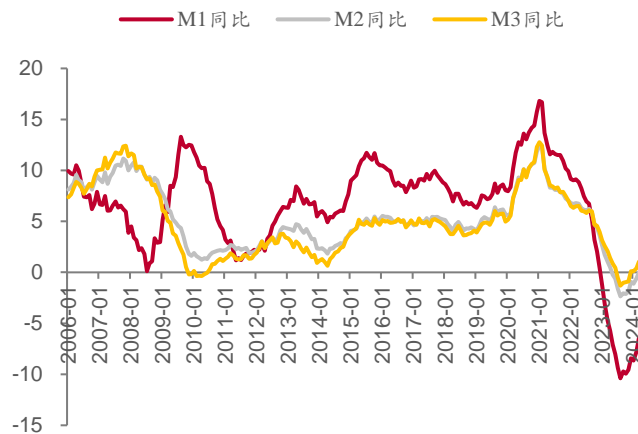
来源: Wind, 中泰证券研究所

2.3 欧洲因素: 欧元区 7 月失业率季调同比回落

- 欧元区 7 月失业率季调同比有所回落。** 本周披露欧元区 7 月 M1 同比为 -3.11% (前值-3.17%), M2 同比为 1.15% (前值 1.44%), M3 同比为 2.29% (前值 2.39%); 8 月欧元区经济景气指数季调为 96.6 (前值 96.0, 预期 95.9), 工业信心指数季调为 -9.7 (前值-10.4, 预期-10.6); 7 月欧元区失业率季调为 6.4% (前值 6.5%), 欧盟失业率季调为 6.0% (前值 6.0%)。

图表 22: 欧盟失业率季调 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 欧元区 M1、M2 及 M3 同比 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

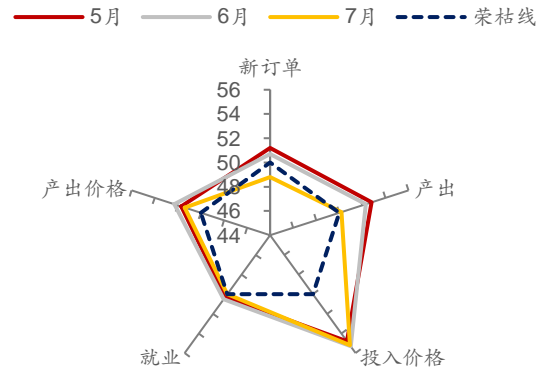
2.4 全球因素: 7 月全球制造业 PMI 回落至荣枯线以下

- 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 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	48.8	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	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	49.1	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	44.0	41.2	46.6	48.5	46.6	49.2	47.6	43.8	46.9	43.0	45.4	46.1	46.2	48.2	48.2	48.1	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

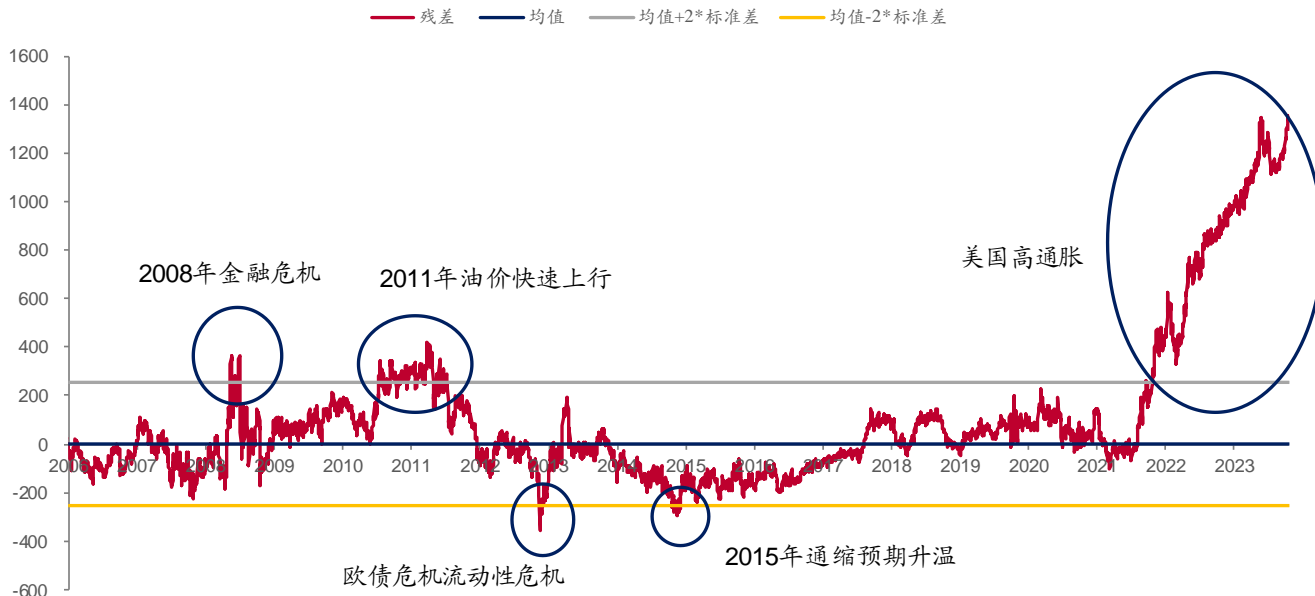
来源: wind, MacroMicro, Bloomberg, 中泰证券研究所

3. 贵金属: 长期上升趋势不变

3.1 流动性压力已过, 上行趋势延续

- 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30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2.15%，10年期国债实际收益率环比回升至1.76%；截至8月30日，COMEX黄金收于2527.60美元/盎司，环比下跌0.73%；COMEX白银收于29.14美元/盎司，环比下跌2.27%；SHFE黄金收于574.06元/克，环比上涨0.26%；SHFE白银收于7503元/千克，环比上涨0.13%。

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

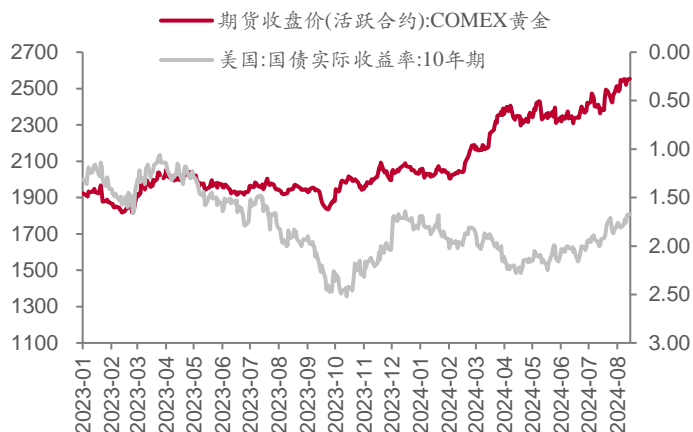
图表 29：通胀预期与真实收益率 (%)



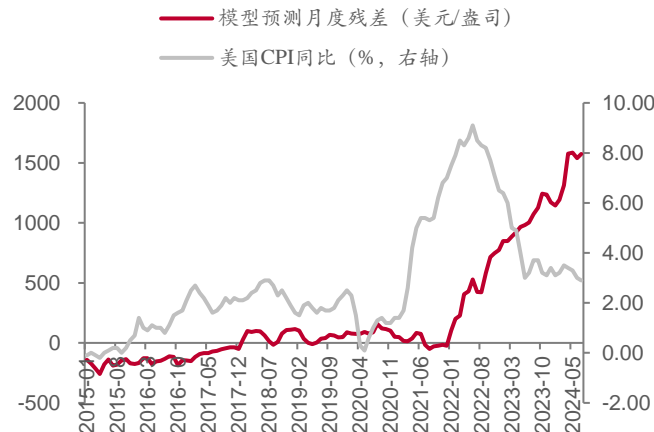
来源：Wind，中泰证券研究所

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

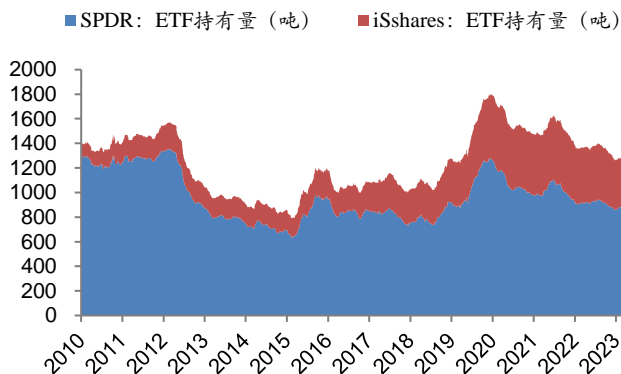


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓环比回升, COMEX 非商业多头结构延续

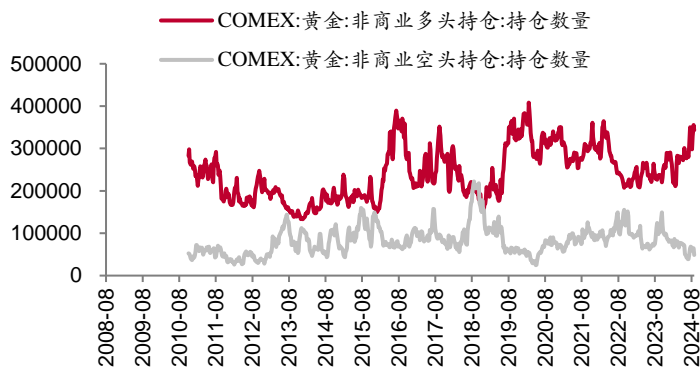
- **黄金 ETF 持仓环比回升, COMEX 净多头结构延续。**截至 8 月 30 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,229.54 吨, 环比增加 8.09 吨。截至 8 月 27 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回落至 34.33 万张附近 (前值 35.56 万张), 同时非商业空头持仓回落至 4.89 万张附近 (前值 6.43 万张附近), 净多头持仓量回升至 29.44 万张 (前值 29.13 万张)。

图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

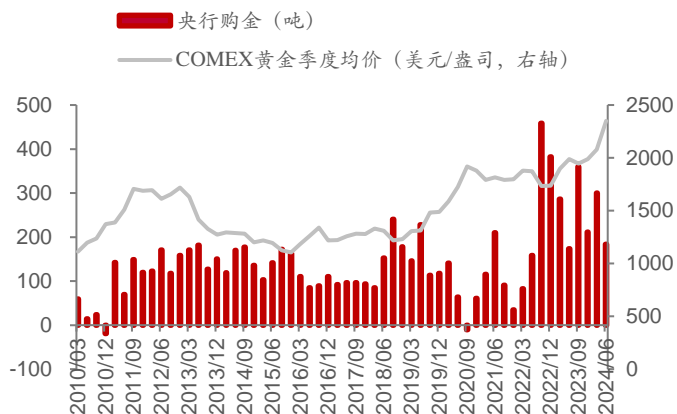
图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)



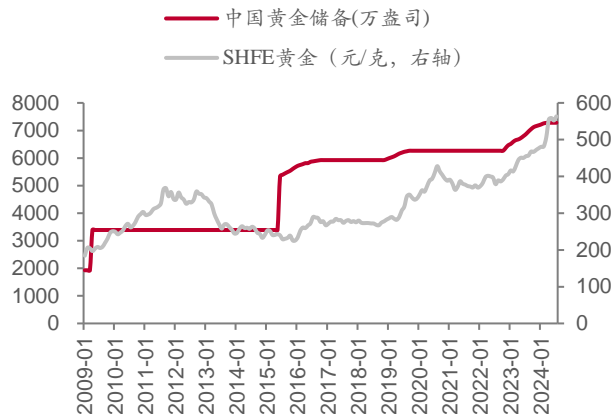
来源: Wind, 中泰证券研究所

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, 世界黄金协会, 中泰证券研究所

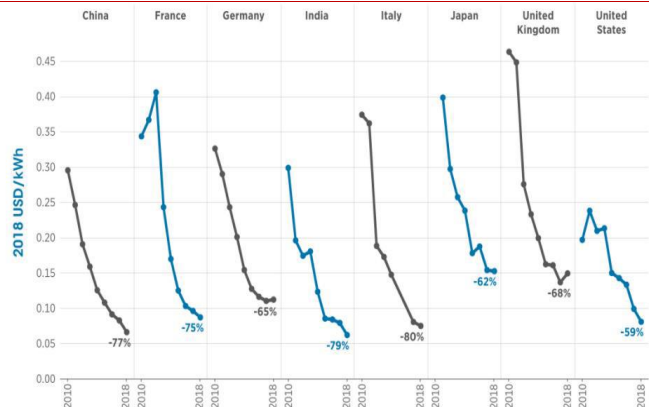


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.3 金银比回升至高位区间

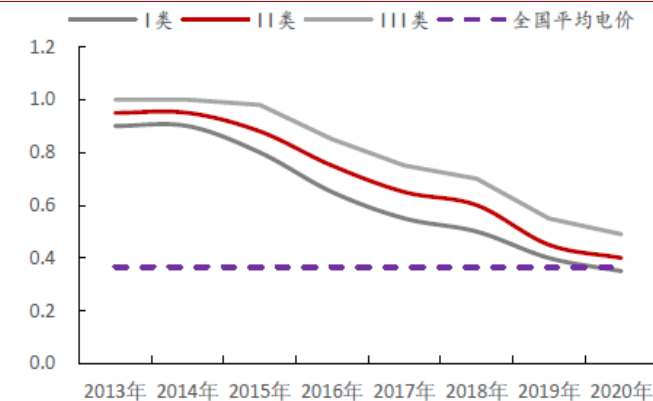
- **能源转型已经成为全球共识，光伏产业趋势逐渐确立。**2020年9月14日BP发布《世界能源展望（2020版）》预测能源转型加速、石油需求封顶；2020年9月17日欧盟发布的气候目标，将2030年可再生能源占比目标从32%以上提升至38%-40%；2020年9月21日GE宣布退出新增煤电市场；2020年9月22日中国宣布2060实现碳中和。由于新能源成本优势，全球能源转型加速，其中光伏也逐步从补充能源向主力能源转型，产业趋势确立。
- **随着光伏行业成本的不断下降，平价上网时代已临近，行业有望开启内生驱动下的高增。**在过去十年，伴随着政策补贴，光伏行业自身成本降低效果明显，表现为硅料、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 30 日，当前金银比 85.29，环比回升 1.30。

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: 需求向旺季缓慢过渡, 库存短期累库

- **供给维持稳定。**供应方面, 本周电解铝行业运行产能继续维稳, 从 2024 年 29 周云南地区电解铝产能全部释放完毕后, 本周电解铝行业供应继续持稳, 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 30 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

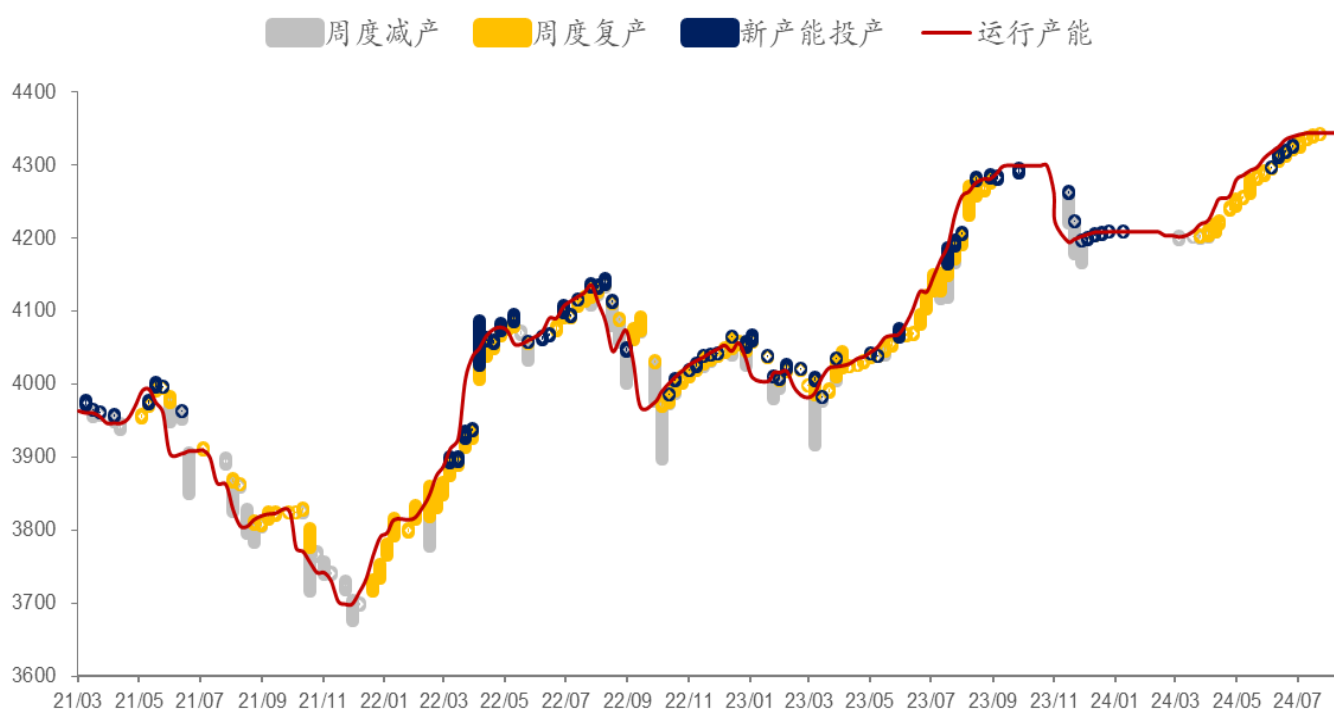
- **无新增投产产能。**截至 2024 年 8 月 30 日，2024 年中国电解铝已建成且待投产的新产能 348 万吨，已投产 17 万吨。

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	2024/5 月	0	25	42
青海	中国铝业股份有限公司青海分公司	10					
新疆	新疆农六师铝业有限公司准东项目	55	0	2024 年四季度	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	待定	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

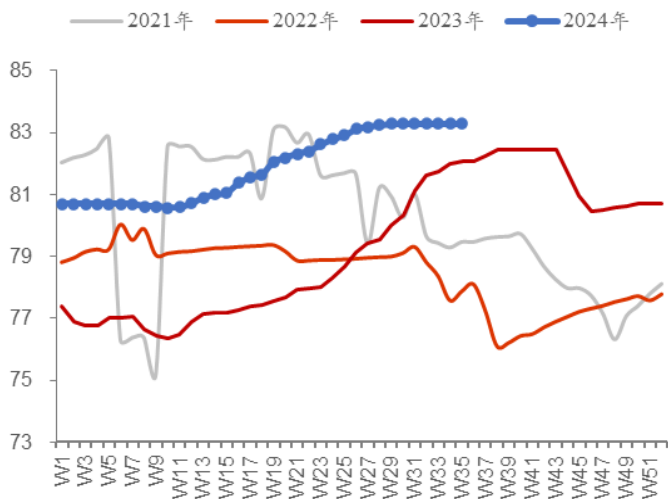
- **电解铝运行产能持稳。**截止 2024 年 8 月 30 日，国内电解铝运行产能为 4342.6 万吨。

图表 44：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）


来源：百川、中泰证券研究所

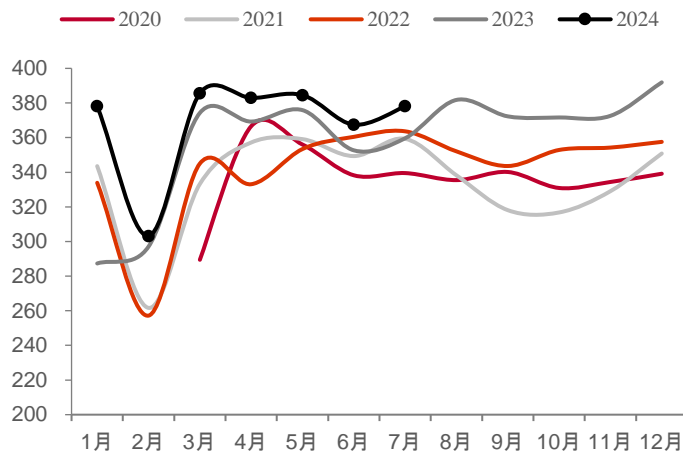
■ **供应量持稳。**根据百川，本周电解铝产量 83.28 万吨，环比上升 0.00%。

图表 45: 电解铝周度产量 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

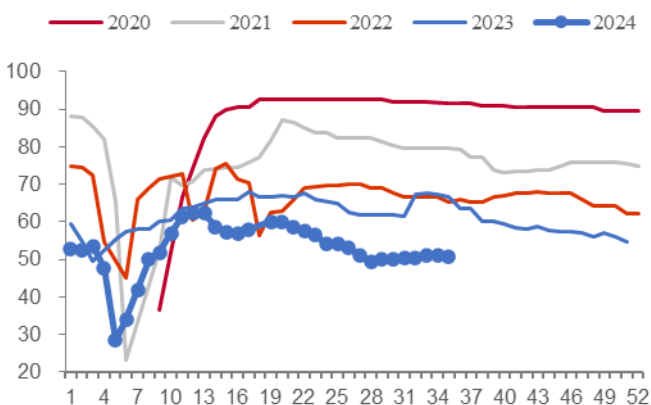
图表 46: 国内电解铝月度表观需求 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

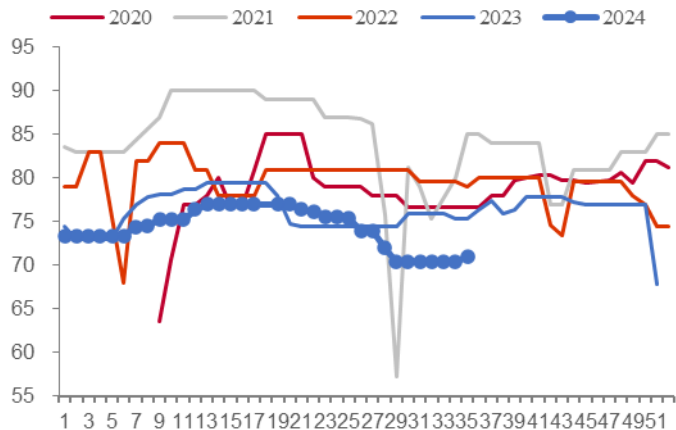
■ **铝加工板块开工率环比略有上升:**截止 2024 年 8 月 30 日, 铝加工企业平均开工率为 62.4%, 环比增加 0.1PCT。

图表 47: 铝型材开工率 (%)



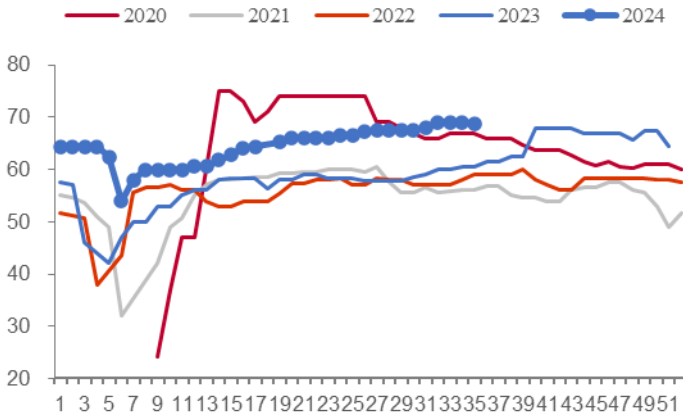
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 49: 铝板带开工率 (万吨)



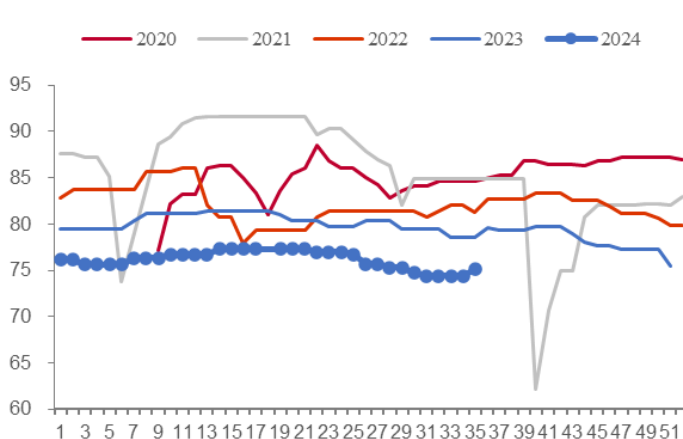
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 48: 铝线缆开工率 (%)



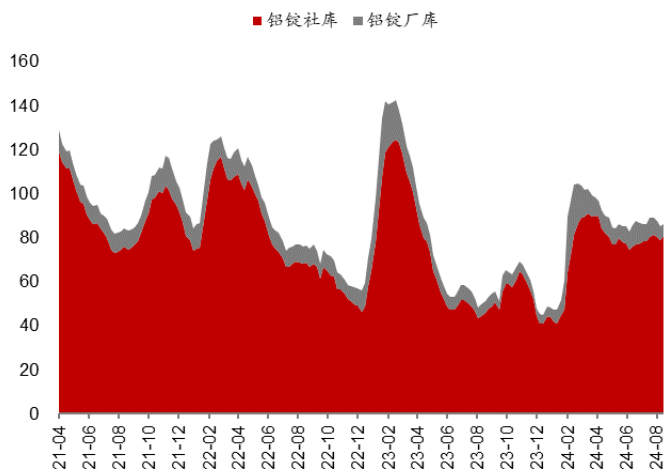
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 50: 铝箔开工率 (%)

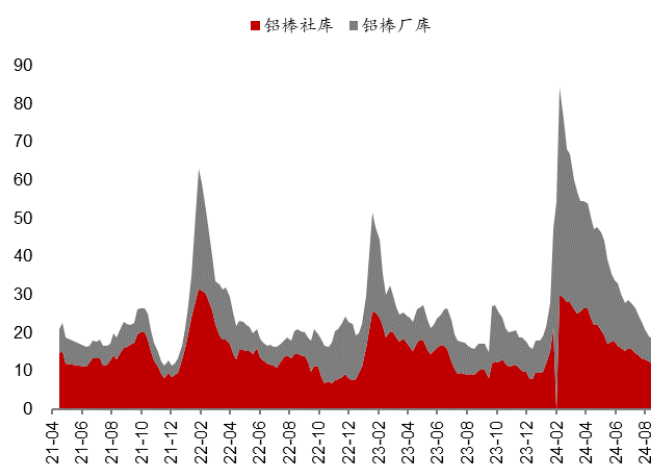


来源: 百川, 中泰证券研究所

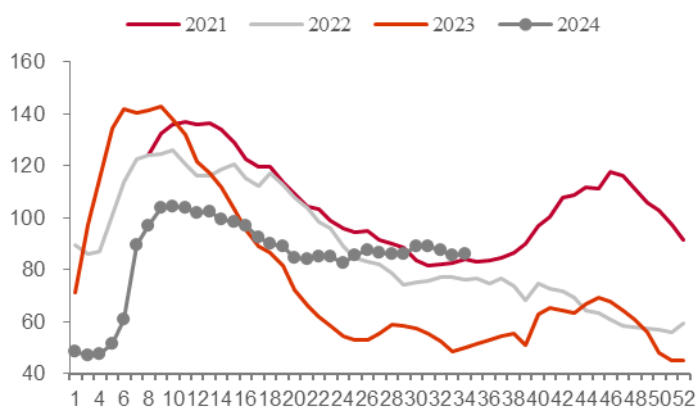
- 铝锭累库铝棒去库：**2024年8月30日，根据钢联统计，国内铝锭库存86.1万吨环比上升0.7万吨；国内铝棒库存18.41万吨，环比下降0.62万吨；国内铝锭+铝棒库存104.51万吨，环比上升0.08万吨；海外方面，截止8月30日，LME铝库存85.215万吨，环比下降2.2万吨；全球库存（国内铝锭库存+LME铝库存）171.315万吨，环比下降1.18万吨。

图表 51：国内铝锭总库存走势（万吨）


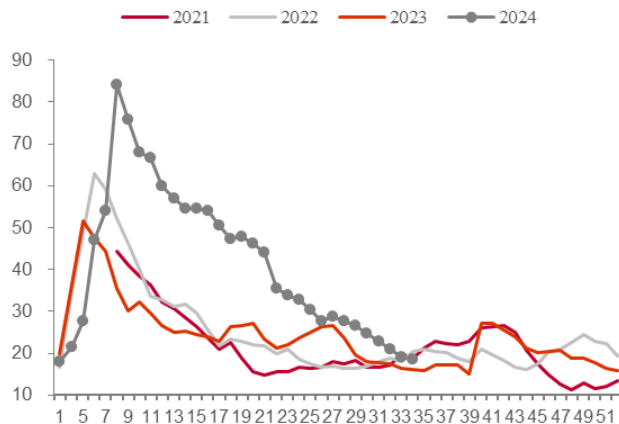
来源：钢联，中泰证券研究所

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

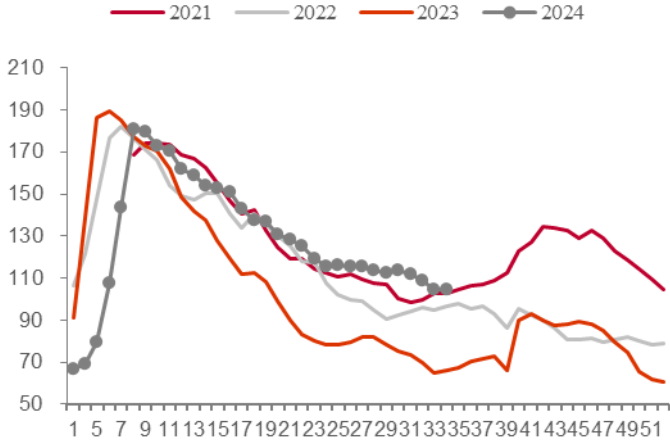
图表 53：国内铝锭年度社会库存走势对比（万吨）


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）


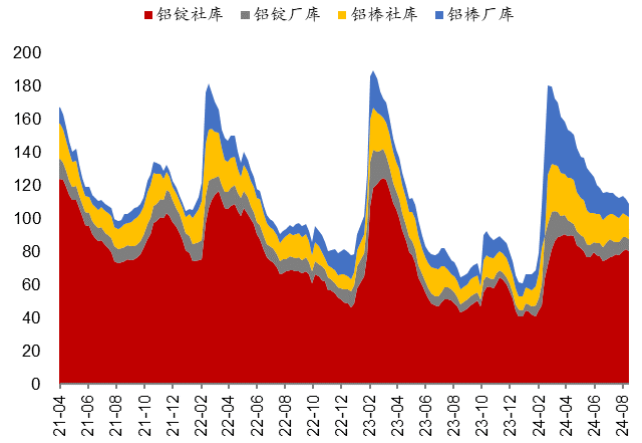
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 55：国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比（万吨）
图表 56：国内铝锭及铝棒总库存走势（万吨）



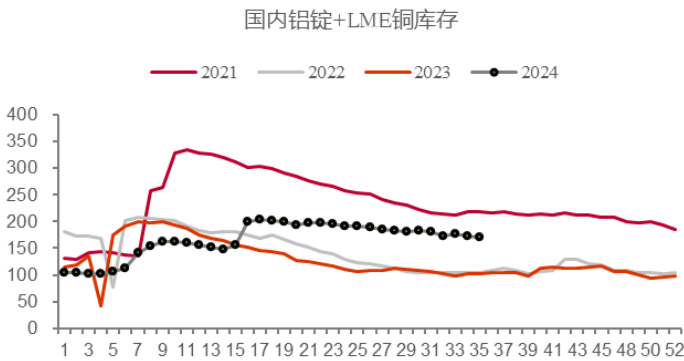
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 57：全球铝年度总库存走势对比（万吨）



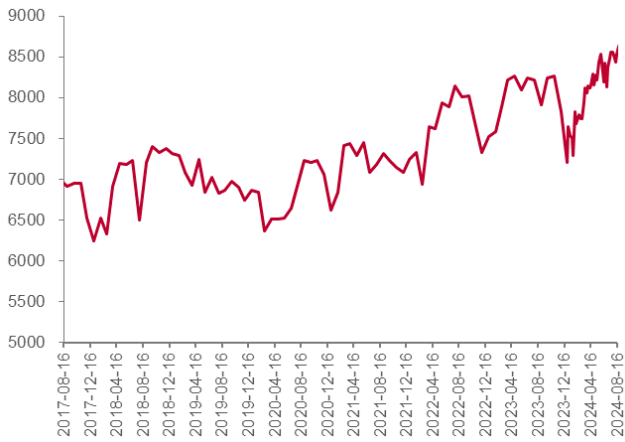
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 58：LME 铝期货库存变动（万吨）

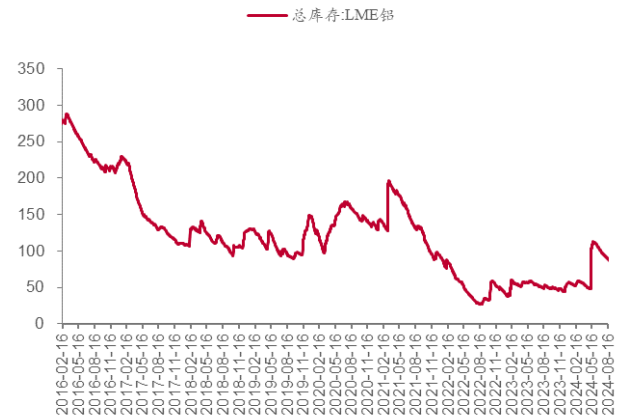


来源：钢联，中泰证券研究所

图表 59：氧化铝运行产能（万吨）

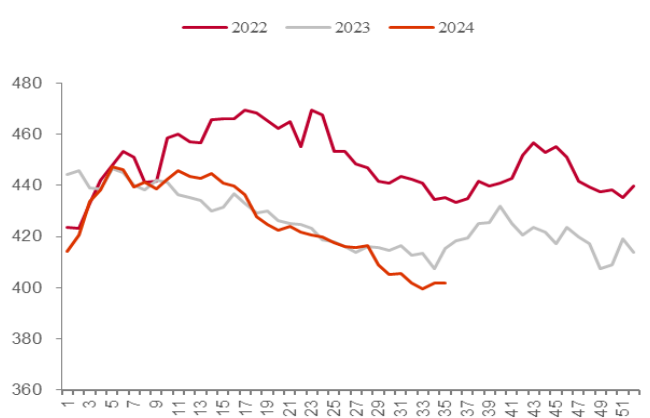


来源：钢联，中泰证券研究所



来源：钢联，中泰证券研究所

图表 60：氧化铝库存（万吨）

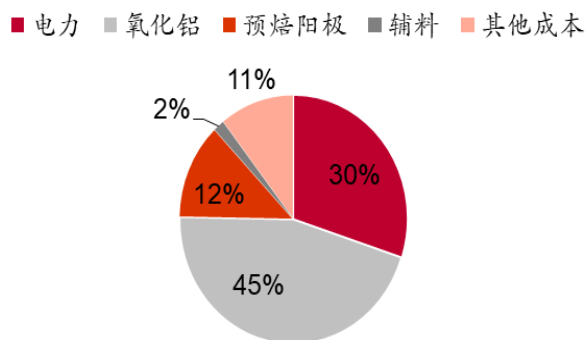


来源：钢联，中泰证券研究所

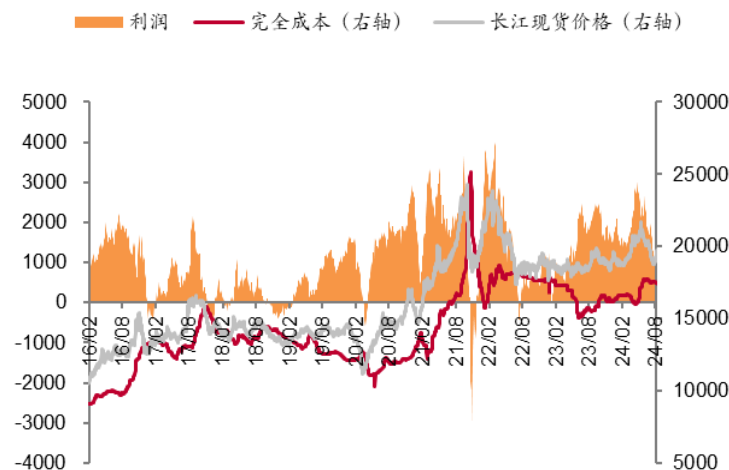
- **氧化铝紧平衡格局延续，现货价格偏强震荡**：2024年8月30日，根据钢联统计，氧化铝建成产能 9965 万吨，环比增加 60 万吨；运行产能 8660 万吨，环比上升 30 万吨；库存从上周 402 万吨降至 401.7 万吨。

- **即时盈利扩张**。截至 8 月 30 日，氧化铝价格 3940 元/吨，比上周上升 6 元/吨，氧化铝成本 3094 元/吨，环比保持不变，吨毛利 846 元/

吨，环比上升 0.17%。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 4402 元/吨，周内平均吨毛利-29 元/吨，环比下降 47.5%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4363 元/吨，环比上升 0.04%，周内平均吨毛利 9 元/吨。除新疆外 100% 自备火电的电解铝企业，即时成本 17420 元/吨，环比上升 0.07%，长江现货铝价 19660 元/吨，环比下降 0.35%，吨铝盈利 1487 元，环比下降 3.51%。具体走势如下：

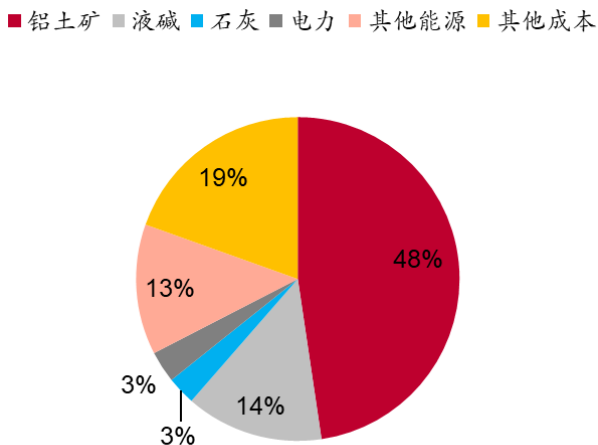
图表 61：电解铝的完全成本构成


来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

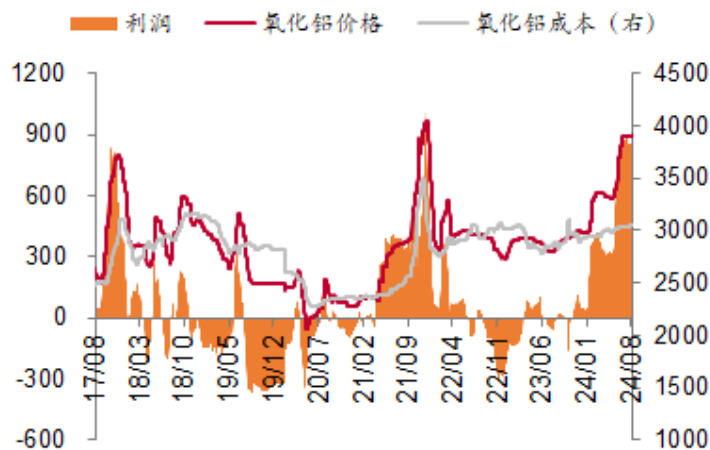
图表 62：电解铝成本、利润情况（元/吨）


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：氧化铝生产成本构成


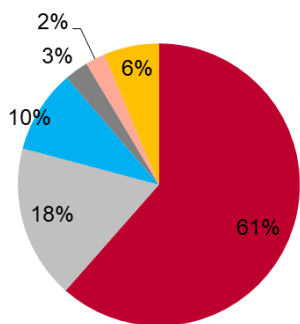
来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 64：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：预焙阳极生产成本构成
图表 66：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

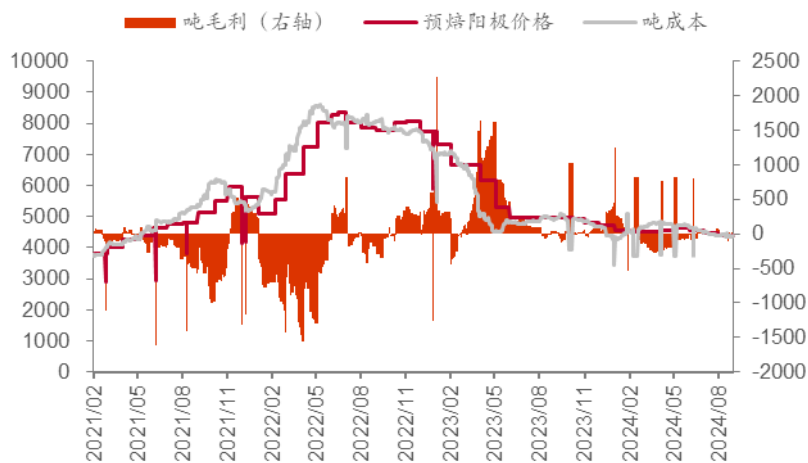


来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所



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

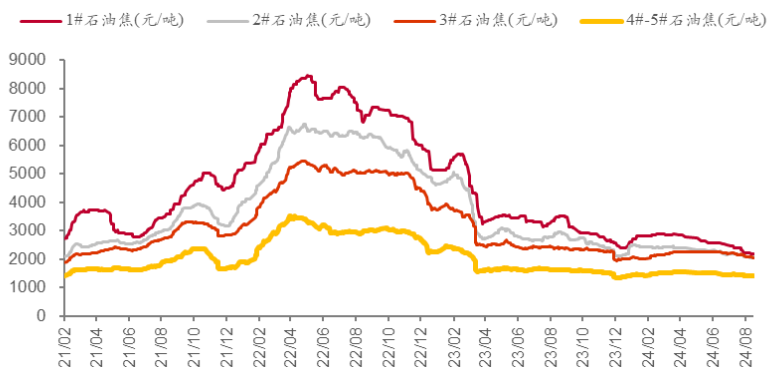
图表 67: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)



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

- **石油焦价格整体下跌。**截止8月30日, 1#石油焦价格2184元/吨, 周环比下降0.9%, 同比下降37.3%。2#石油焦价格2063元/吨, 周环比上升0.6%, 同比下降29.8%。3#石油焦价格为2050元/吨, 周环比下降1.6%, 同比下降14.3%。4#-5#石油焦价格为1404元/吨, 周环比下降0.1%, 同比下降13.2%。

图表 68: 石油焦价格 (元/吨)



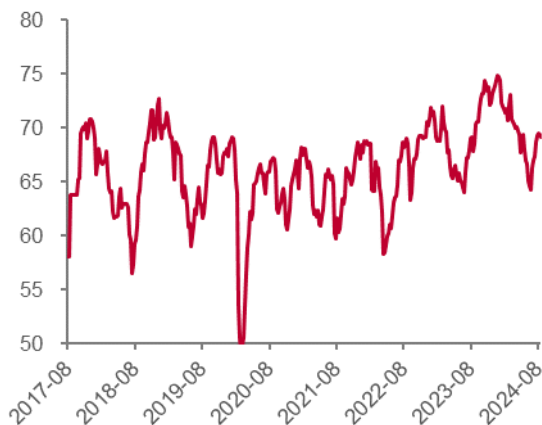
来源: Wind、中泰证券研究所

- **石油焦库存回落。**截至 8 月 30 日，石油焦库存总量 463 万吨，环比下降 0.56%，同比下降 2.49%

图表 69: 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 30 日，国内石油焦开工率为 70.9%，环比上升 1.18pct。国内石油焦 7 月表观消费量 380.11 万吨，环比上升 5%，同比上升 8%。

图表 70: 国内石油焦产能利用率 (%)


来源: 钢联、中泰证券研究所

图表 71: 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: 美元指数走高, 铜价承压

- **铜精矿加工费下降。**8 月 30 日 SMM 进口铜精矿指数 (周) 报 5.73 美元/吨, 较上一期的 6.41 美元/吨下降 0.68 美元/吨。

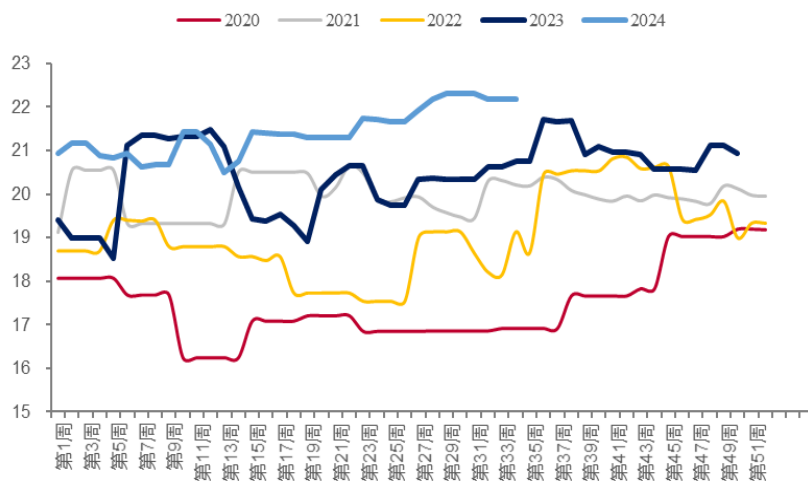
图表 72: 铜矿 TC/RC



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，环比保持不变。

图表 73：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 30 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。

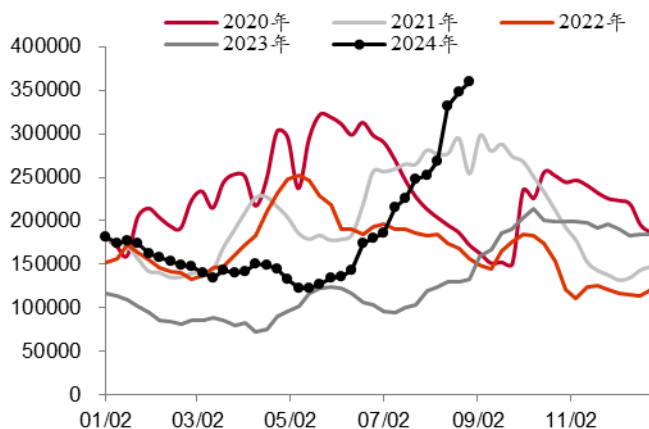
图表 74：中国铜冶炼行业装置动态（单位：万吨）

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
阳新弘盛铜业有限责任公司	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

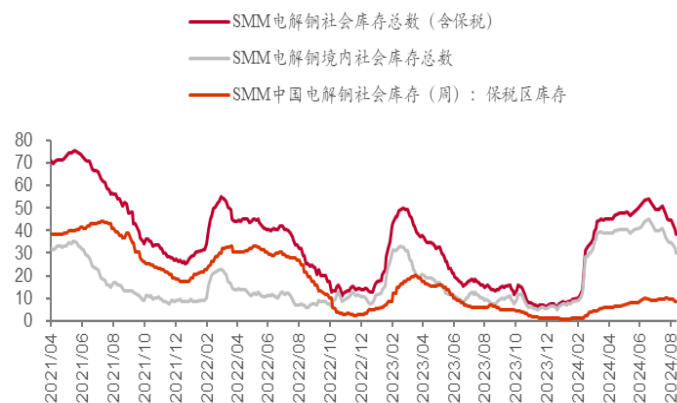
- 国内去库、海外累库:** 海外库存方面, LME 铜库存 32.093 万吨, 环比增 0.54 万吨, 较去年同期增加 22.17 万吨。COMEX 库存环比上周增 0.63 万吨至 4.012 万吨, 较去年同期增加 0.72 万吨。国内库存方面, 国内现货库存 35.3 万吨, 环比减少 0.92 万吨, 同比增加 21.76 万吨。全球库存总计 71.40 万吨, 环比增加 0.25 万吨。

图表 75: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)



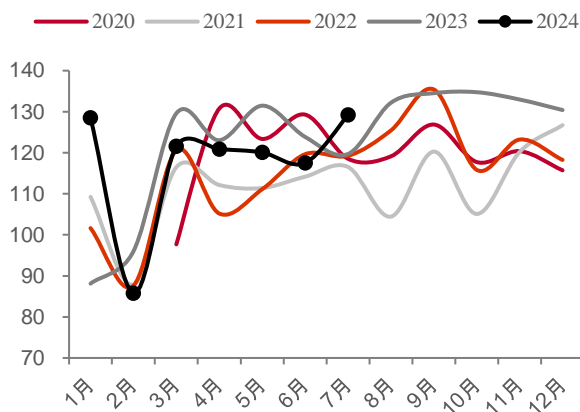
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 76: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)



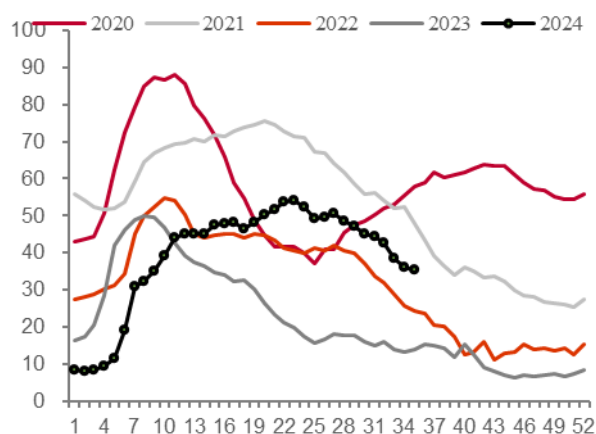
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 77: 电解铜月度表观消费变动 (万吨)



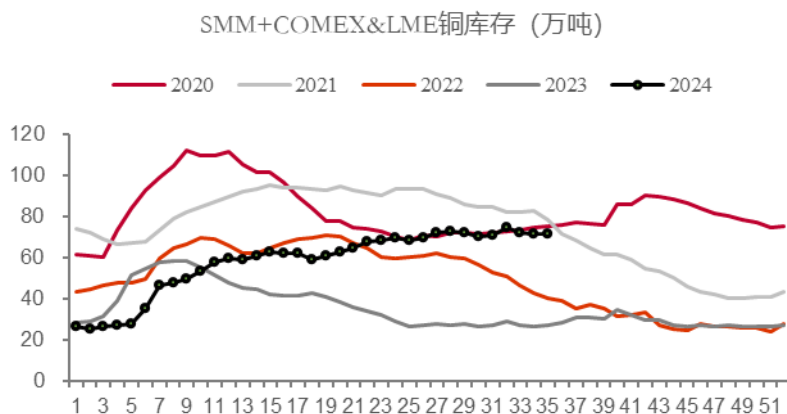
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 78: 电解铜社会库存变动 (万吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

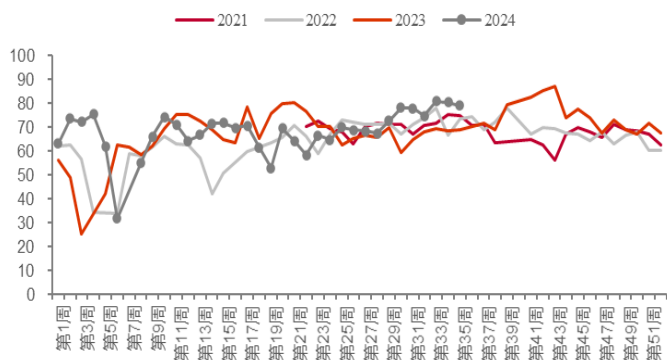
图表 79: 全球铜库存变动趋势 (万吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

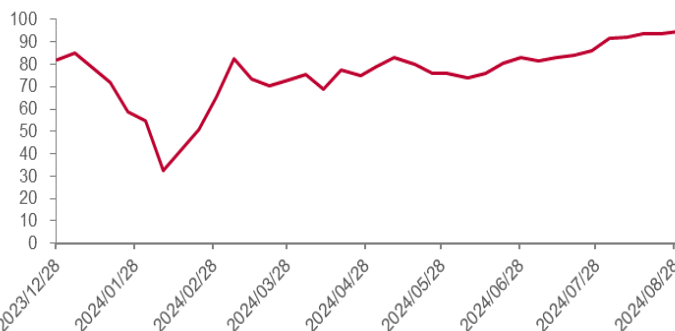
- **下游采购谨慎。**本周国内主要精铜杆企业周度开工率录得 79.26%，环比下降 1.6 个百分点。铜线缆企业开工率为 94.64%，环比增长 1.1 个百分点。

图表 80: 精铜制杆企业周度开工率 (%)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 81: 电线电缆开工率 (%)

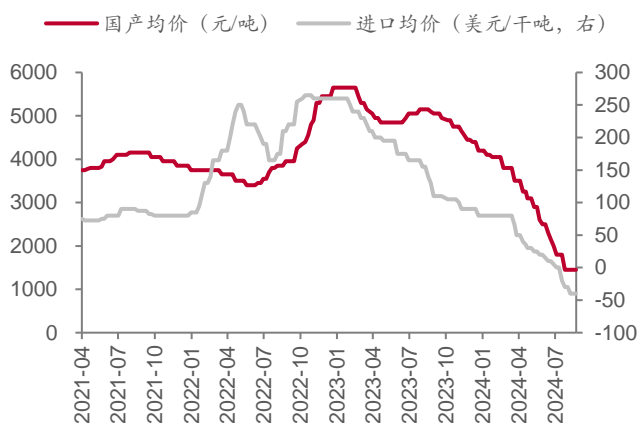


来源: SMM, 中泰证券研究所

4.3 锌: 减产预期支撑下, 内外盘锌价高位运行

- 本周 SMM 锌精矿国产和进口加工费较上周环比持平, SMM Zn50 国产周度 TC 均价持平于 1450 元/金属吨, SMM Zn50 进口周度 TC 均价持平于 -40 美元/千吨。加工费暂未调整, 但是矿端仍处于紧缺态势。现货市场上。国内 9 月锌精矿加工费仍处于谈判阶段, 减产预期下, 国内冶炼厂对加工费稳价意愿强烈; 进口矿报盘数量较少, 现货成交持续低价。据 SMM 调研, 9 月国内部分冶炼厂计划检修减产增加, 锌锭产量或继续走弱, 对原料需求有所影响。供应端看, 锌矿进口窗口持续开启, 但市场上流通的进口矿现货仍较少, 国内矿供应未见明显增加。同时, 锌矿港口库存维持低位, 冶炼厂提货迅速, 矿供应矛盾尚未缓解, 关注后续冶炼厂实际减产力度。本周 SMM 锌精矿在防城港、连云港、锦州港、黄埔港、钦州港、南京港和葫芦岛港等 7 个港口的库存总计 12.97 万吨, 环比上周降低 0.53 万吨, 港口库存增减互现, 库存水平继续下滑。

图表 82: 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 83: 国产锌精矿分地区加工费

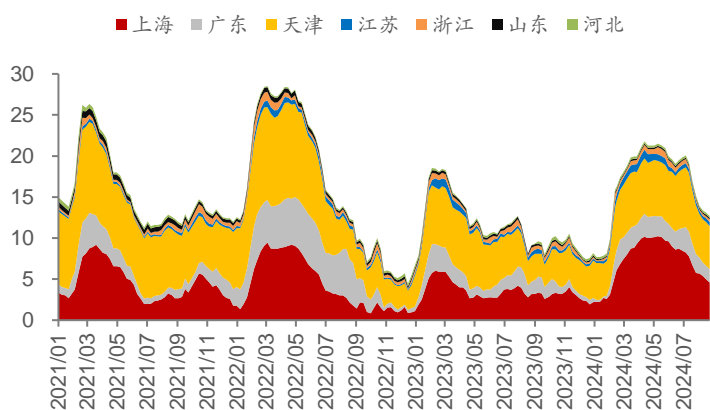
	2024/08/16	2024/08/23	2024/08/30	单位
国产 (周)	1450	1450	1450	元/金属吨
进口 (周)	-40.0	-40.0	-40.0	美元/千吨
内蒙古	1600	1600	1600	元/金属吨
云南	1400	1400	1400	元/金属吨
湖南	1500	1500	1500	元/金属吨
广西	1500	1500	1500	元/金属吨
陕西	1300	1300	1300	元/金属吨
四川	1400	1400	1400	元/金属吨
甘肃	1400	1400	1400	元/金属吨

来源: SMM, 中泰证券研究所

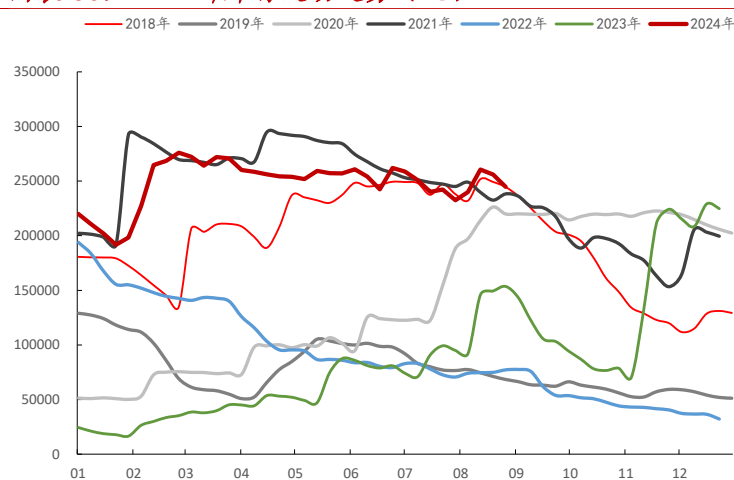
- 本周沪伦比值继续于 8.3 左右震荡, 锌锭进口窗口关闭。海外来看, 市场对美联储降息预期延续, 市场乐观情绪持续推动伦锌价格上行, 但美元走强抑制伦锌上行, 伦锌开启震荡走势; 而国内来看, 库存去化态势未

止，市场供应减量预期对锌价仍有支撑，沪锌上行，但市场对下游需求存在担忧，沪锌上行乏力保持高位震荡，整体沪锌走势弱于伦锌，预计下周沪伦比值或将维持震荡。

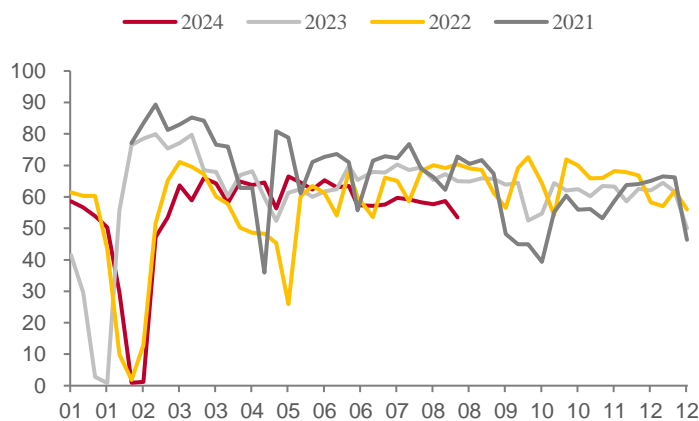
- 库存变化:** 据 SMM 调研，截至本周四（8 月 29 日），SMM 七地锌锭库存总量为 12.71 万吨，较 8 月 22 日减少 0.39 万吨，较 8 月 26 日减少 0.16 万吨，国内库存录减。上海地区库存录减明显，主因国内冶炼厂减产持续，周内仓库到货偏少，仓库库存继续下滑；广东和天津地区库存增加，周内两地仓库到货仍无明显改善，但是锌价持续高位下游畏高刚需采买，供需双弱下库存小幅增加。另外，浙江地区社会库存因进口锌锭到货出现增加。整体来看，原三地库存降低 0.24 万吨，七地库存降低 0.16 万吨。LME 方面，截至 8 月 30 日，伦锌库存量 244,775 吨，较上周减少 11,275 吨。

图表 84: 国内锌七地库存 (万吨)


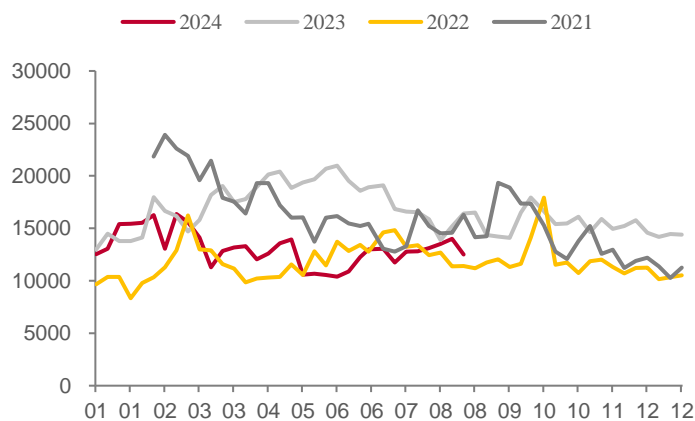
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 85: LME 锌库存变动趋势 (吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

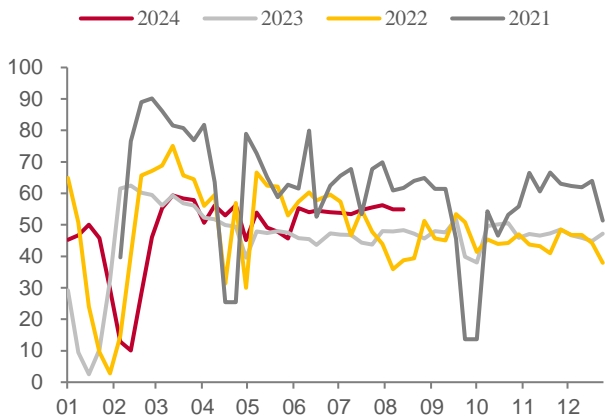
图表 86: 镀锌开工率 (%)


来源: SMM, 中泰证券研究所

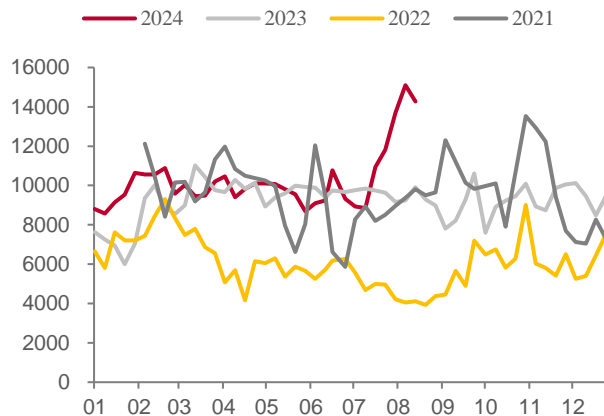
图表 87: 镀锌原料库存 (吨)


来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 88: 压铸锌开工率 (%)
图表 89: 压铸锌原料库存 (吨)



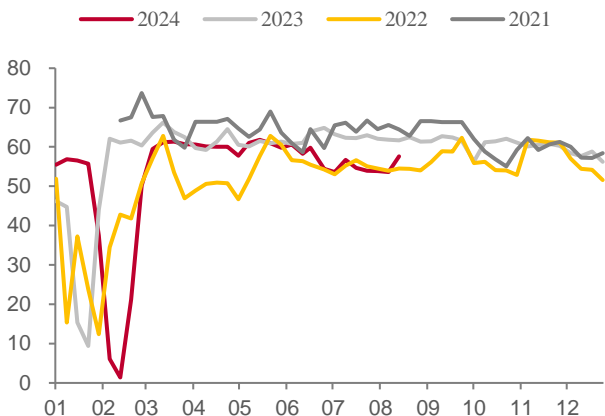
来源：SMM，中泰证券研究所



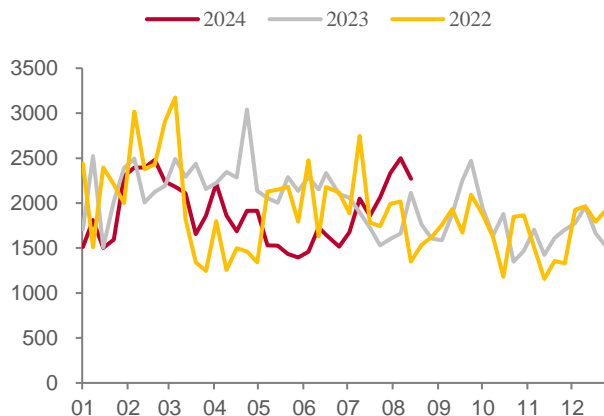
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 90：氧化锌开工率 (%)

图表 91：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：供需基本面边际改善

- **钢价小幅上升：**Myspic 综合钢价指数环比上周上升 1.95%，其中长材上升 2.01%，板材上升 1.87%。上海螺纹钢 3290 元/吨，较上周上升 3.13%。上海热轧卷板 3200 元/吨，较上周上升 2.24%。

图表 92：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	122.48	120.14	1.95%	127.35	-3.82%	142.46	-14.02%
MySpic指数:长材	140.44	137.67	2.01%	143.34	-2.02%	157.49	-10.83%
MySpic指数:扁平	105.3	103.37	1.87%	112.06	-6.03%	128.09	-17.79%
上海螺纹钢	3290	3190	3.13%	3180	3.46%	3720	-11.56%
基差	68	36	32	-121	189	7	61
广州-沈阳价差	0	-30	30	0	0	160	-160
上海-沈阳价差	-90	-100	10	-320	230	-50	-40
上海热轧卷板	3200	3130	2.24%	3410	-6.16%	3860	-17.10%
基差	-139	-89	-50	-38	-101	52	-191
不锈钢 (201/2B卷板:2.0mm)	8450	8450	0.00%	8600	-1.74%	9175	-7.90%
取向硅钢 (30Q120)	12075	12200	-1.02%	12400	-2.62%	16600	-27.26%
无取向硅钢 (50WW600)	5400	5400	0.00%	5300	1.89%	5500	-1.82%

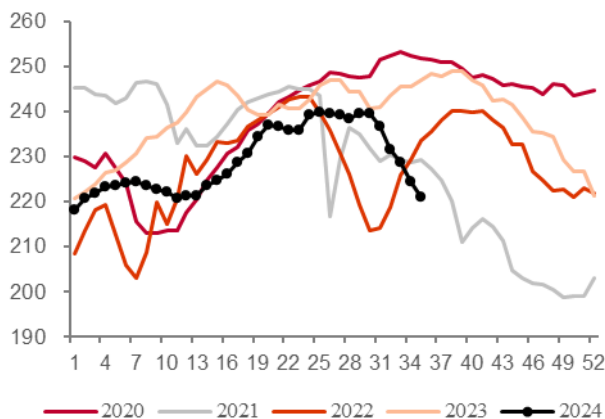
来源: Wind, 中泰证券研究所

- **供应下降:** 本周五大钢材品种供应 778.66 万吨, 周环比下降 0.28 万吨。
- **库存波动:** 本周五大钢材总库存(社库+厂库) 1561.9 万吨, 周环下降 78.9 万吨, 下降 4.81%。

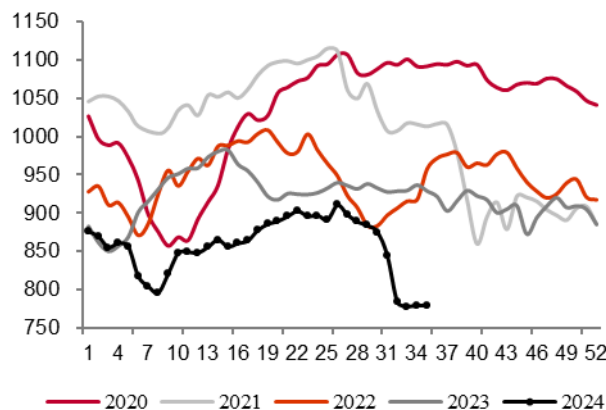
图表 93: 本周库存波动对比(万吨)

万吨	本周产量 2024/8/23	环比上周 2024/8/16	本周社库 2024/8/23	环比上周 2024/8/16	本周厂库 2024/8/23	环比上周 2024/8/16
螺纹	162.26	1.66	442.84	-38.48	152.87	-17.63
线材	78.46	1.98	70.79	-2.65	50.72	-13.99
热轧	305.05	-5.22	346.06	-3.97	95.75	3.57
中厚	149.74	0.92	142.33	-4.98	76.52	0.20
冷轧、 合计	83.15	0.38	139.20	-1.70	44.82	0.73
	778.66	-0.28	1141.22	-51.78	420.68	-27.12

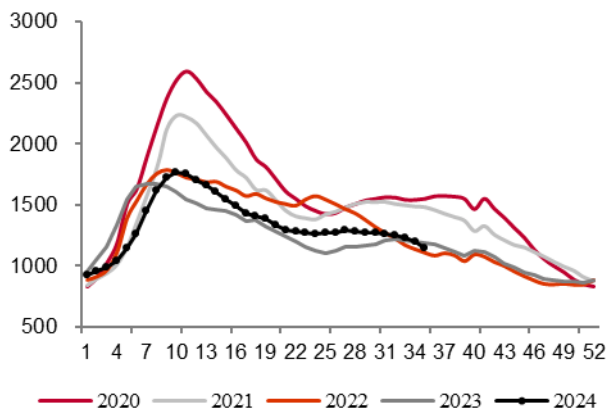
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 94: 247 家钢企铁水日均产量(万吨)


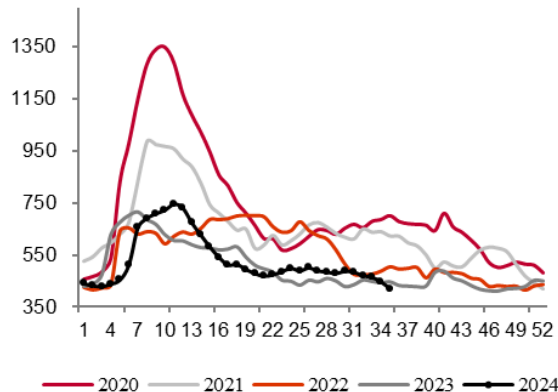
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 95: 五大品种周度产量合计(万吨)


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 96: 历年五大品种社库波动(万吨)


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 97: 历年五大品种厂库波动(万吨)


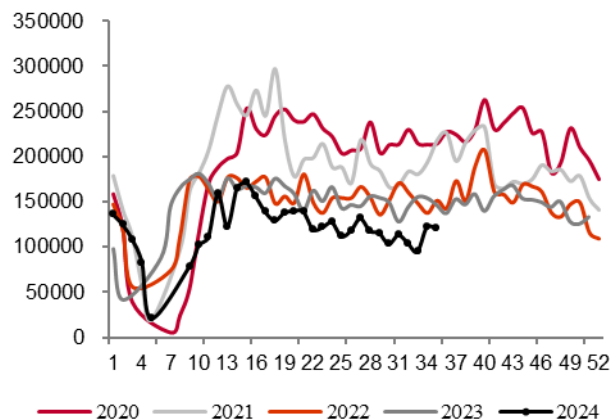
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

- **淡季弱需求效应明显:** 本周五大品种周消费量为 857.6 万吨, 环比上升 2.45%; 其中建材消费环比上升 10.74%, 板材消费环比下降 1.79%。建材成交量 12.06 万吨, 环比下降 1.15%。

图表 98: 五大品种总表观消费量(万吨)
图表 99: 5 日平均建筑钢材成交量(吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

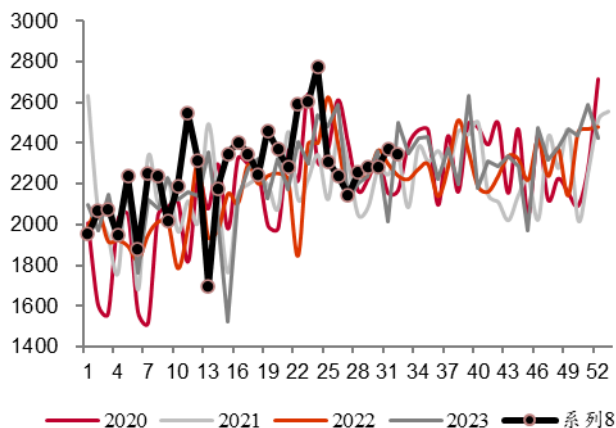
- 矿价震荡:** 本周 Platts62%101.25 美元/吨, 周环比上升 5.25 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 2348.5 万吨, 环比下降 1%, 其中中国到港量 1253.7 万吨, 环比下降 0.69%。最新钢厂进口矿库存天数 20 天, 环比保持不变。天津准一冶金焦 1740 元/吨, 环比保持不变。废钢 2170 元/吨, 环比保持上升 30 元/吨。

图表 100: 钢铁主要生产要素价格一览

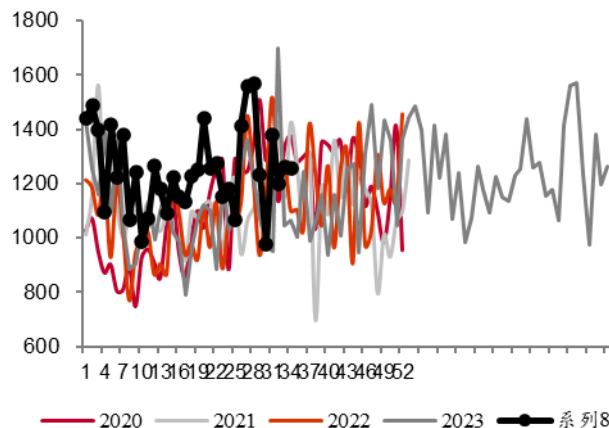
品种		单位	本周价格	上周价格	周变化	上月价格	月变化	去年价格	年变化
铁矿石	Platts62%	美元/吨	101.25	96	5.25	99	2.25	116.45	-15.2
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	746	717	29	756	-10	893	-147
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	635	605	30	610	25	745	-110
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-746	-717	-29	-756	10	-893	147
	卡粉-超特	元/湿吨	-635	-605	-30	-610	-25	-745	110
	PB粉-超特	元/湿吨	111	112	-1	146	-35	148	-37
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	27.59	25.99	1.6	24.5	3.09	19.17	8.42
	西澳-青岛	美元/吨	11.48	11.02	0.46	9.47	2.01	7.56	3.92
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	1740	1740	0	1990	-250	2140	-400
	京唐港主焦煤	元/吨	1700	1700	0	2000	-300	2100	-400
张家港废钢		元/吨	2170	2140	30	2350	-180	2550	-380
唐山方坯Q235		元/吨	2960	2900	60	3120	-160	3530	-570

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 101: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)
图表 102: 中国铁矿石到港量 (万吨)

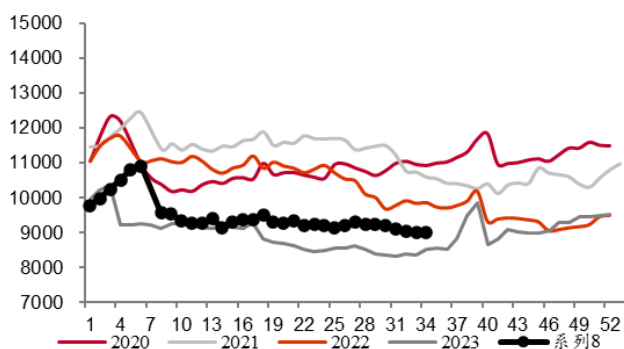


来源: Wind, 中泰证券研究所



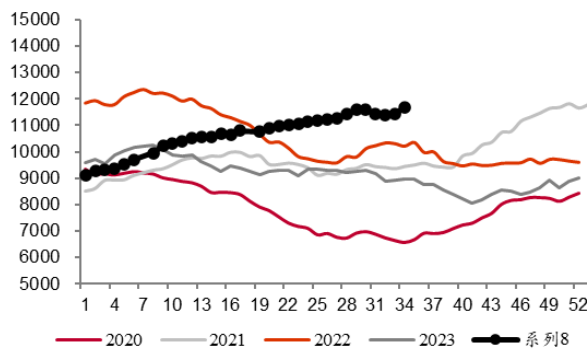
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 103: 进口矿港口库存 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

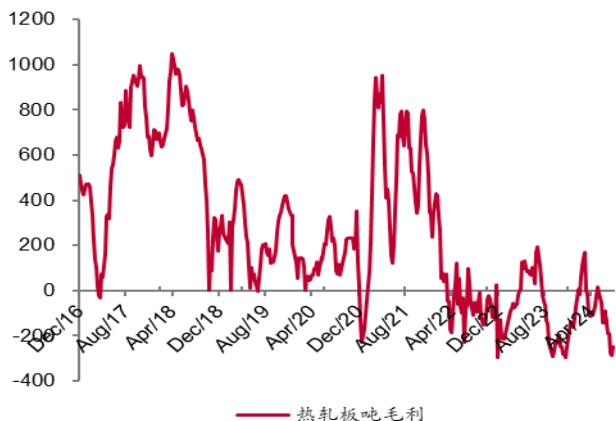
图表 104: 进口矿钢厂库存 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

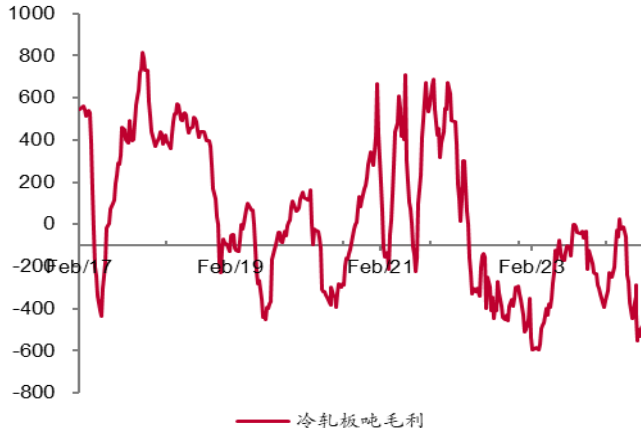
- **吨钢盈利持续下跌:** 热轧卷板(3mm)毛利-247元/吨, 毛利率下降8.6pct; 冷轧板(1.0mm)毛利-485元/吨, 毛利率降-14.56pct; 螺纹钢(20mm)毛利-33元/吨, 毛利率降低-1.14pct; 中厚板(20mm)毛利-372元/吨, 毛利率降-12.86pct.

图表 105: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)



来源: wind、中泰证券研究所

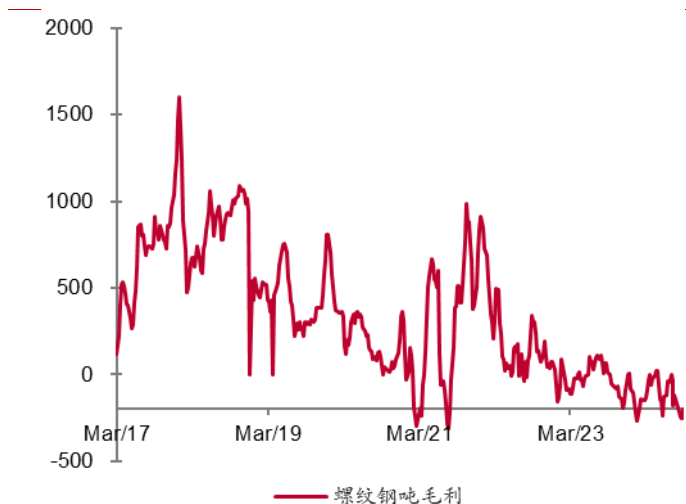
图表 106: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)



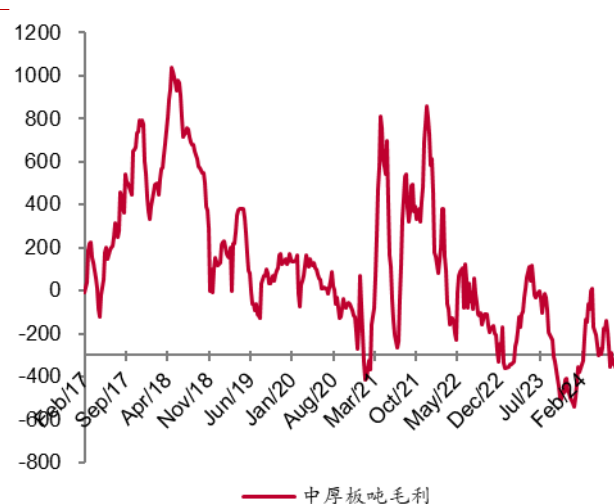
来源: wind、中泰证券研究所

图表 107: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)

图表 108: 中厚板毛利变化 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所



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 Q2 GDP 超预期，7 月核心 PCE 低于预期，软着陆概率提升，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，基本面运行平稳，市场等待旺季需求的验证及国内逆周期政策加码，但美元指数走高背景下，价格短期回落。在长期供需格局重塑背景下，大宗金属价格进一步下行的空间有限，行业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。