

行业评级：增持

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：刘耀齐

执业证书编号：S0740523080004

Email: liuyq@zts.com.cn

分析师：陈沁一

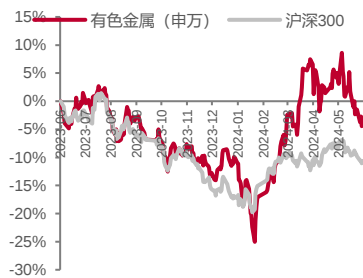
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	27,343.21
行业流通市值(亿元)	24,100.36

行业-市场走势对比



图表：周内商品价格变动

单位	本周五(6.21)价格	周度涨跌幅
COMEX黄金 美元/盎司	2,331.20	-0.76%
SHFE黄金 元/克	559.74	-2.05%
COMEX白银 美元/盎司	29.61	0.48%
SHFE白银 元/千克	8,036	-4.70%
LME铜 美元/吨	9,680	-0.95%
SHFE铜 元/吨	79,310	-0.30%
LME铝 美元/吨	2,513	-0.40%
SHFE铝 元/吨	20,470	-0.46%
LME铅 美元/吨	2,186	1.56%
SHFE铅 元/吨	18,735	0.56%
LME锡 美元/吨	2,858	-2.44%
SHFE锡 元/吨	23,780	-1.11%
LME镍 美元/吨	32,800	-1.53%
SHFE镍 元/吨	271,030	-0.10%
LME钴 美元/吨	17,170	-2.72%
SHFE钴 元/吨	133,510	-2.55%

来源：wind、中泰证券研究所

投资要点

■ **【本周关键词】：非美经济降息预期升温推升美元，大宗延续去库趋势**

■ **投资建议：趋势的延续，维持行业“增持”评级**

1) **贵金属**：本周非美经济降息预期升温，美元走高，贵金属价格高位震荡，中长期来看，美国十年期国债实际收益率处于 2% 左右历史高位，高利率背景下美国经济超预期向上的风险较低，而全球信用格局重塑背景下，贵金属价格将上涨至新高度。

2) **大宗金属**：本周美元走高压制金融属性，但随着前期价格回落，下游采购需求逐步恢复，社会库存延续去化趋势，支撑价格企稳，预计价格进一步调整空间有限。中期看全球制造业复苏周期仍将持续，在供给瓶颈下，基本金属将迎来新一轮景气周期，尤其是铜铝更是如此，我们坚定看好 2024 年大宗板块的投资表现。

■ **行情回顾：大宗价格整体承压**：1) 周内，LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-0.9%、-0.4%、1.6%、2.4%、1.3%、-2.7%，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为-0.3%、-0.5%、0.6%、1.1%、-0.1%、-2.6%；2) COMEX 黄金收于 2331.20 美元/盎司，环比下跌 0.76%，SHFE 黄金收于 559.74 元/克，环比上涨 2.05%；3) **本周有色行业指数跑输市场**，申万有色金属指数收于 4,340.52 点，环比下跌 1.40%，跑输上证综指 1.95 个百分点，贵金属、工业金属、金属新材料、小金属、能源金属的涨跌幅分别为 2.15%、-0.58%、-1.67%、-2.41%、-5.82%。

■ **宏观“三因素”总结：全球复苏趋势仍保持，但复苏动能有待进一步提升**。具体来看：

1) **国内复苏动能仍待进一步提升**：6 月中期借贷便利 1 年期利率 (MLF) 为 2.5% (前值为 2.5%)；1 年期贷款市场报价利率 (LPR) 为 3.45% (前值 3.45%)，5 年期 LPR 为 3.95% (前值 3.95%)；5 月工业增加值当月同比为 5.6% (前值 6.7%，预期 5.96%)，固定资产投资累计同比为 4.0% (前值 4.2%，预期 4.2%)，社会消费品零售总额当月同比为 3.7% (前值 2.3%，预期 4.51%)。

2) **美国整体数据偏弱**：5 月零售销售环比为 0.09% (前值-0.18%，预期 0.30%)，同比为 2.27% (前值 2.74%)，核心零售销售环比为-0.09% (前值-0.13%，预期 0.20%)；5 月新屋开工私人住宅为 11.69 万套 (前值 12.33 万套)；6 月制造业 PMI 初值为 51.7 (前值 51.3)，服务业 PMI 初值为 55.1 (前值 54.8)。

3) **欧元区 5 月 CPI 同比回升环比回落**：欧元区 5 月 CPI 同比为 2.6% (前值 2.4%，预期 2.6%)，环比为 0.2% (前值 0.6%，预期 0.2%)，核心 CPI 同比为 2.9% (前值 2.7%，预期 2.9%)，环比为 0.4% (前值 0.7%，预期 0.4%)；6 月 ZEW 经济景气指数为 51.3 (前值 47.0，预期 47.8)。

4) **5 月全球制造业景气度回升**：5 月全球制造业 PMI 为 50.9，环比上升 0.6，处于荣枯线以上，全球经济整体保持向上趋势。

■ **贵金属：6 月标普全球 PMI 初值回升，金价承压**

周内，十年期美债实际收益率 2.02%，环比-0.01pcts，实际收益率模型计算的残差 1520.3 美元/盎司，环比-17.0 美元/盎司；周内瑞士央行“抢跑”降息 25bp，且 6 月制造业与服务业 PMI 初值回升，金价整体承压。目前美国十年期国债实际收益率处于 2% 左右的历史高位，降息空间终将打开，而去全球化背景下，美元信用的持续弱化也将支撑金价上行至新高度。

■ **大宗金属：美元指数回升，价格承压**

周内，英国通胀数据显著回落，市场对未来降息持乐观态度，瑞士央行再次“抢跑”下调基准利率 25bp，美元指数回升，基本金属价格整体承压。

1、**对于电解铝，去库加速，价格调整空间有限。**

供应方面，云南地区电解铝企业继续释放复产产能，内蒙古地区新投产产能也于 5 月开始投产，截至目前，本周电解铝行业开工产能 4323.6 万吨，较上周增

加 7 万吨。库存方面，市场对于回调后的铝价水平的接受度有所提升，下游逢低补库的意愿有所增强，市场需求得到一定刺激。国内铝锭去库幅度提升，整体铝元素库存仍处于下行通道。需求方面，目前进入传统淡季，铝型材订单量、开工率季节性回调，预计 6 月整体稳中偏弱运行。成本方面，周内氧化铝现货维持上涨，电解铝成本继续攀升，目前电解铝 90 分位成本 18435 元/吨，环比持平。

- 1) 氧化铝价格 3904 元/吨，与上周持平，氧化铝成本 3029 元/吨，环比保持不变，吨毛利 875 元/吨，环比持平。
- 2) 预焙阳极方面，周内均价 4570 元/吨，环比保持不变；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4717 元/吨，周内平均吨毛利-147 元/吨，环比上升 5.97%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4556 元/吨，环比下降 1.08%，周内平均吨毛利 14 元/吨。
- 3) 除新疆外 100%自备火电电解铝企业，即时成本 17709 元/吨，环比持平，长江现货价 20360 元/吨，环比降 0.78%，吨铝盈利 1759 元，环比降 5.69%。

总结来看。国内公布 5 月份房地产数据，竣工面积及新开面积均同比下滑超 20%。基本面上，国内电解铝运行产能仍维持在高位，近期铝棒等加工费好转，铝水合金化比例较前期有所回升，铝加工企业的开工率短期内维持低迷状态。但铝价回撤刺激了下游的补库，表观消费较好，短期铝价调整空间有限。长期来看，供应端收紧的长期趋势下，板块景气弹性有望超预期。

2、对于电解铜，价格平稳，积压需求逐步显现。

供给方面，6 月 21 日 SMM 进口铜精矿指数（周）报 0.13 美元/吨，较上一期的 0.87 美元/吨减少 0.74 美元/吨。国内电解铜产量小幅下降。库存方面，截至 6 月 21 日，国内社会库存 49.3 万吨，环比下降 2.89 万吨。海外库存（期货）方面，截止 6 月 21 日，LME+COMEX 铜库存量 17.3 万吨，环比增长 3 万吨。需求方面，电缆因铜价较此前回落且震荡幅度相对平稳后，市场积压需求逐步显现。

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

3、对于锌，库存回落，支撑内外盘价格稳定。

周内，美国零售销售数据有所回升但不及预期，叠加新屋开工数据不及预期，锌价重心回升。供给方面，百川统计国内锌锭周度产量为 10.90 万吨，环比-3.11%；需求方面，镀锌进入消费淡季，部分企业进行产线检修，整体消费偏弱。库存方面，七地锌锭库存 19.03 万吨，较上周去库 0.57 万吨。

4、对于钢铁，淡季弱需求效应持续，钢价承压。

本周受高温多雨天气影响，多地工地施工受阻，下游需求疲软，整周钢价呈现震荡下跌趋势。供应方面，本周五大品种产量整体呈现减产，原料价格坚挺，挤占钢厂利润，尤其以短流程企业亏损扩大，钢厂多通过调剂规格来减少亏损。此外为确保供给侧改革的有效落地，本周福建等省份陆续发布产量削减目标，短期钢厂产量仍将处于低位；需求方面，市场转入淡季，叠加恶劣天气影响，终端需求表现愈发低迷，短期需求表现弱势；库存方面，目前社会库存去化虽有反复，但库存整体处于历年低位，部分地区出现库存累积，但压力相对有限，累库节奏较缓。综合来看，预计下周国内钢材价格或将震荡偏弱运行。

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

内容目录

1.行情回顾.....	- 7 -
1.1 股市行情回顾：美股整体回升、A股整体回落.....	- 7 -
1.2 贵金属：6月标普全球PMI初值回升，金价承压.....	- 8 -
1.3 大宗金属：美元指数回升，价格继续承压.....	- 8 -
2.宏观“三因素”运行跟踪：复苏周期仍在延续.....	- 9 -
2.1 中国因素：经济复苏动能有待进一步提升.....	- 9 -
2.2 美国因素：5月零售销售环比有所回升但低于预期.....	- 11 -
2.3 欧洲因素：欧元区5月CPI同比回升环比回落.....	- 12 -
2.4 全球因素：5月全球制造业PMI回升.....	- 12 -
3.贵金属：大周期上行趋势不变.....	- 13 -
3.1 美联储放鹰，贵金属价格承压.....	- 13 -
3.2 黄金ETF持仓环比增加，COMEX非商业多头结构延续.....	- 15 -
3.3 金银比延续修复趋势.....	- 16 -
4.大宗金属：供需紧平衡格局难以改变.....	- 18 -
4.1 铝：去库加速，铝价调整空间有限.....	- 18 -
4.2 铜：铜价相对平稳，市场积压需求逐步显现.....	- 26 -
4.3 锌：美国经济数据疲软，内外盘重心回升.....	- 29 -
4.4 钢铁：淡季弱需求效应持续，钢价承压.....	- 30 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 34 -
6.风险提示.....	- 35 -

图表目录

图表 1: 申万一级行业与上证综指周涨跌幅.....	- 7 -
图表 2: 周内子板块涨跌幅表现.....	- 7 -
图表 3: 周内有色金属领涨个股.....	- 8 -
图表 4: 周内有色金属领跌个股.....	- 8 -
图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势.....	- 8 -
图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势.....	- 8 -
图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅.....	- 9 -
图表 8: 国内工业增加值当月同比 (%).....	- 9 -
图表 9: 国内固定资产投资完成额累计同比 (%).....	- 9 -
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 (%).....	- 10 -
图表 13: 国内高炉开工率 (%).....	- 10 -
图表 14: 美国:Markit 制造业 PMI:季调.....	- 10 -
图表 15: 国内出口金额当月同比 (%).....	- 10 -
图表 16: 美国零售销售额及同比.....	- 11 -
图表 17: 美国零售销售及新屋开工同比.....	- 11 -
图表 18: 美国失业率季调 (%).....	- 11 -
图表 19: 美国当周初请失业金人数 (万人).....	- 11 -
图表 20: 美联储利率政策市场预期.....	- 11 -
图表 21: 美元指数走势图.....	- 11 -
图表 22: 欧元区 CPI 同比及环比 (%).....	- 12 -
图表 23: 德国 ZEW 经济景气指数及通胀指数.....	- 12 -
图表 24: 全球制造业与服务业 PMI.....	- 12 -
图表 25: 全球制造业 PMI 分项.....	- 12 -
图表 26: 全球主要经济体制造业 PMI.....	- 13 -
图表 27: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司).....	- 13 -
图表 28: 十年期美债收益率与联邦基金利率 (%).....	- 14 -
图表 29: 通胀预期与真实收益率 (%).....	- 14 -
图表 30: 金价与十年期美国国债收益率.....	- 14 -
图表 31: 美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系.....	- 14 -
图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨).....	- 15 -
图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张).....	- 15 -

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

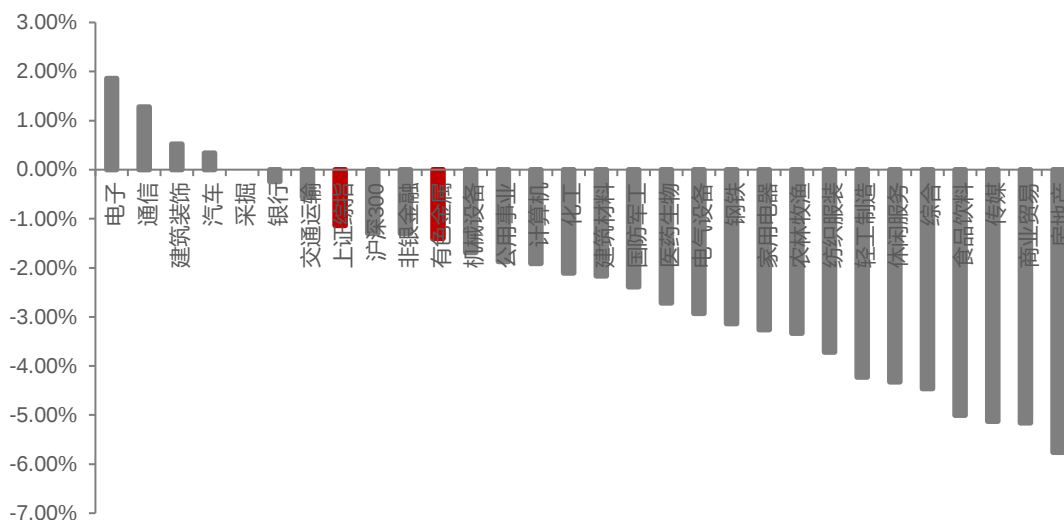
图表 69: 铜矿 TC/RC	- 26 -
图表 70: 电解铜周度产量 (万吨)	- 26 -
图表 71: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	- 26 -
图表 72: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	- 27 -
图表 73: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)	- 27 -
图表 74: 电解铜社会库存变动 (万吨)	- 28 -
图表 75: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	- 28 -
图表 76: 电线电缆开工率 (%)	- 28 -
图表 77: 国产及进口锌精矿加工费对比	- 29 -
图表 78: 国产锌精矿分地区加工费	- 29 -
图表 79: 国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

1.行情回顾

1.1 股市行情回顾：美股整体回升、A 股整体回落

- 周内，美股三大指数整体回升（道指↑1.45%，纳斯达克↑0.00%，标普↑0.61%）。
- 本周 A 股整体回落：上证指数收于 2,998.14 点，环比下跌 1.14%；深证成指收于 9,064.84 点，环比下跌 2.03%；沪深 300 收于 3,495.62 点，环比下跌 1.30%；申万有色金属指数收于 4,340.52 点，环比下跌 1.40%，跑输上证综指 1.95 个百分点。

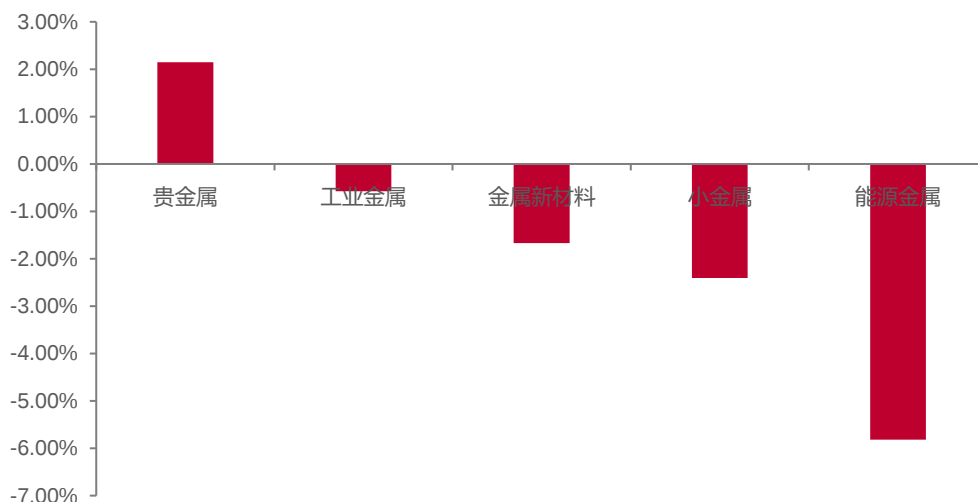
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，贵金属、工业金属、金属新材料、小金属、能源金属的涨跌幅分别为 2.15%、-0.58%、-1.67%、-2.41%、-5.82%。

图表 2：周内子板块涨跌幅表现



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3: 周内有色金属领涨个股

证券代码	证券名称	2024.06.21市 值 (亿元)	2024.06.14市 值 (亿元)	周涨跌幅
002806.SZ	华锋股份	16.51	14.89	10.9%
600711.SH	盛屯矿业	119.32	108.35	10.1%
605376.SH	博迁新材	61.03	58.08	5.1%
688456.SH	有研新材	28.49	27.17	4.8%
600489.SH	中金黄金	728.07	695.10	4.7%
002155.SZ	湖南黄金	214.80	207.71	3.4%
603876.SH	鼎胜新材	86.95	84.54	2.8%
000792.SZ	盐湖股份	950.75	926.85	2.6%
300811.SZ	铂科新材	118.80	115.82	2.6%
002532.SZ	天山铝业	375.87	367.96	2.1%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 周内有色金属领跌个股

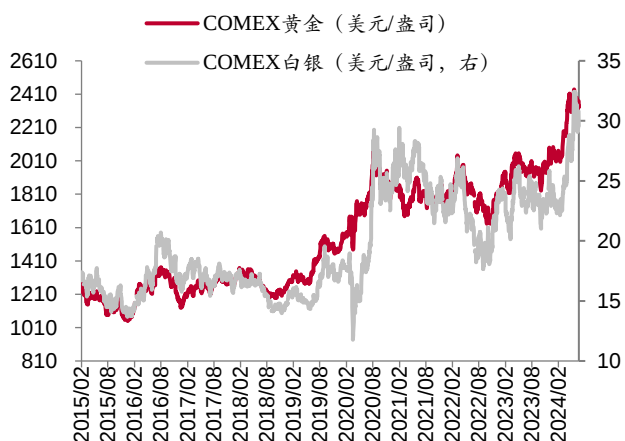
证券代码	证券名称	2024.06.21市 值 (亿元)	2024.06.14市 值 (亿元)	周涨跌幅
603799.SH	华友钴业	384.59	433.64	-11.3%
002645.SZ	华宏科技	37.86	41.99	-9.8%
002240.SZ	盛新锂能	125.20	137.36	-8.9%
600110.SH	诺德股份	54.49	59.73	-8.8%
002756.SZ	永兴材料	209.98	229.66	-8.6%
002738.SZ	中矿资源	197.56	215.88	-8.5%
601137.SH	博威合金	122.28	132.68	-7.8%
000688.SZ	国城矿业	120.15	130.32	-7.8%
002460.SZ	赣锋锂业	590.02	636.42	-7.3%
002182.SZ	宝武镁业	118.62	127.64	-7.1%

来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 6 月标普全球 PMI 初值回升, 金价承压

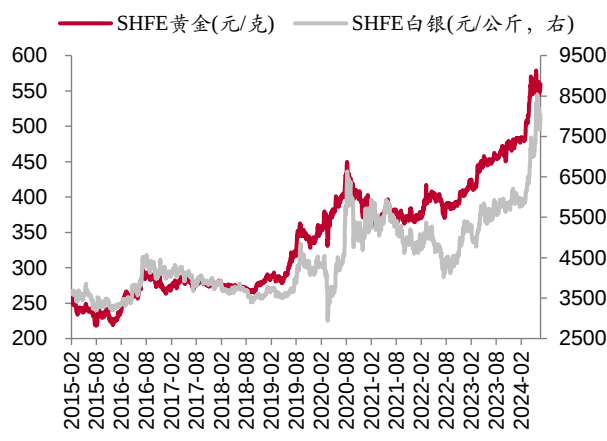
- 美国 5 月零售数据有所回暖但低于预期, 且 5 月新屋开工数据不及市场预期, 但瑞士央行“抢跑”降息 25bp, 且 6 月全球制造业与服务业 PMI 初值有所回升, 金价整体承压。截至 6 月 21 日, COMEX 黄金收于 2331.20 美元/盎司, 环比下跌 0.76%; COMEX 白银收于 29.61 美元/盎司, 环比上涨 0.48%; SHFE 黄金收于 559.74 元/克, 环比上涨 2.05%; SHFE 白银收于 8036 元/千克, 环比上涨 4.70%。

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: 美元指数回升, 价格继续承压

- 周内, 美国 5 月零售数据有所回暖但低于预期, 且 5 月新屋开工数据不及市场预期, 美元周中小幅回落; 而英国央行维持基准利率不变, 但由于通胀数据显著回落, 市场对未来降息持乐观态度, 瑞士央行再次“抢跑”下调基准利率 25bp, 美元指数回升, 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-0.9%、-0.4%、1.6%、2.4%、1.3%、-2.7%。

图表 7：基本金属价格区间涨跌幅

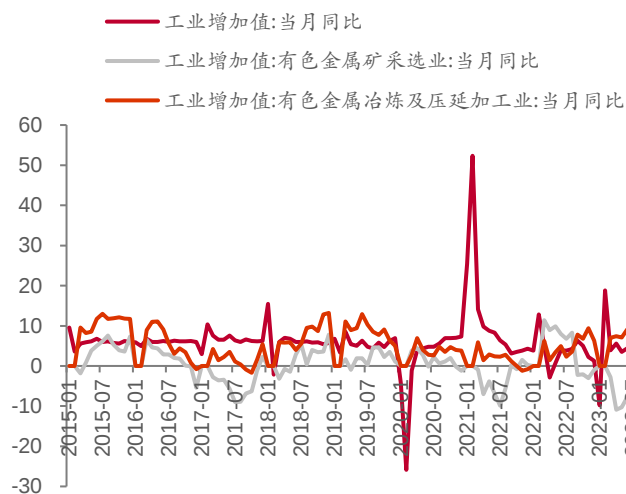
	交易所	最新价格	2020.1.23 价格	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅	2020.1.23 至今涨跌幅	2010年至今价格分位数
铜	LME	9,680	6,082	-0.9%	12.8%	59.2%	80.7%
	SHFE	79,310	48,020	-0.3%	15.1%	65.2%	
铝	LME	2,513	1,794	-0.4%	14.0%	40.1%	44.9%
	SHFE	20,470	14,100	-0.5%	11.3%	45.2%	
铅	LME	2,186	1,988	1.6%	1.2%	10.0%	48.3%
	SHFE	18,735	14,850	0.6%	20.1%	26.2%	
锌	LME	2,858	2,373	2.4%	17.7%	20.4%	45.8%
	SHFE	23,780	18,160	1.1%	18.0%	30.9%	
锡	LME	32,800	17,200	1.3%	21.2%	90.7%	54.8%
	SHFE	271,030	137,340	-0.1%	24.0%	97.3%	
镍	LME	17,170	13,375	-2.7%	-18.8%	28.4%	34.1%
	SHFE	133,510	105,850	-2.6%	-20.5%	26.1%	

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

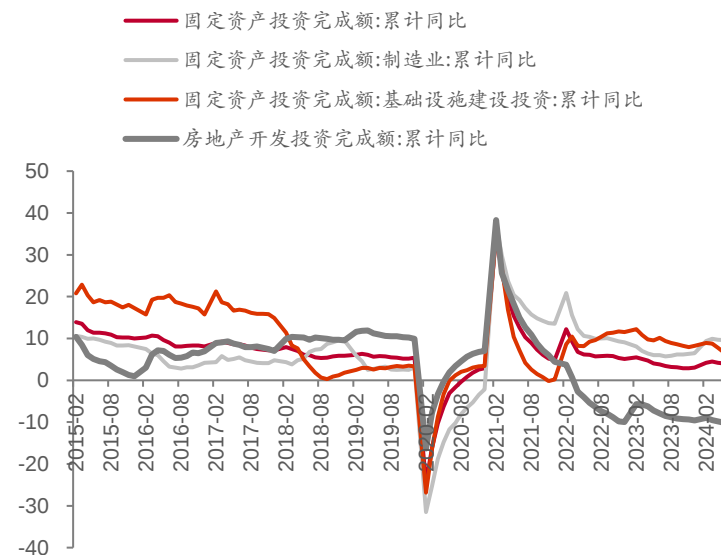
2.宏观“三因素”运行跟踪：复苏周期仍在延续

2.1 中国因素：经济复苏动能有待进一步提升

- 国内 5 月工业增加值当月同比有所回落且低于预期。本周披露国内 6 月中期借贷便利 1 年期利率（MLF）为 2.5%（前值为 2.5%）；1 年期贷款市场报价利率（LPR）为 3.45%（前值 3.45%），5 年期 LPR 为 3.95%（前值 3.95%）；5 月工业增加值当月同比为 5.6%（前值 6.7%，预期 5.96%），固定资产投资累计同比为 4.0%（前值 4.2%，预期 4.2%），社会消费品零售总额当月同比为 3.7%（前值 2.3%，预期 4.51%）。

图表 8：国内工业增加值当月同比（%）


来源：Wind，中泰证券研究所

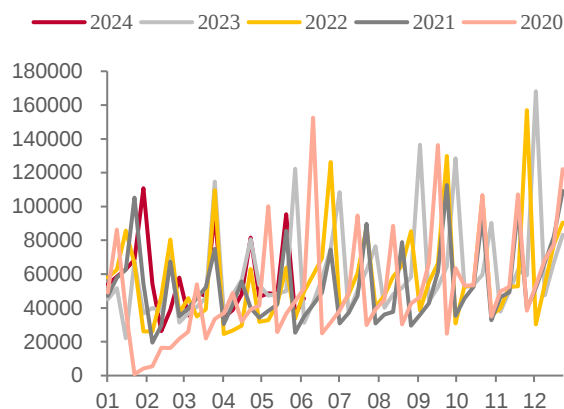
图表 9：国内固定资产投资完成额累计同比（%）


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、出口超预期
 消费端：汽车消费回升，周内乘用车日均销量为 45,707 辆，环比 +26.93%；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 178.92 万平方米，环比 +3.35%；生产端：周内石油沥青开工率为 22.2%，环比 -2.0pcts，高炉开工率为 82.83%，环比 +0.76pcts；出口

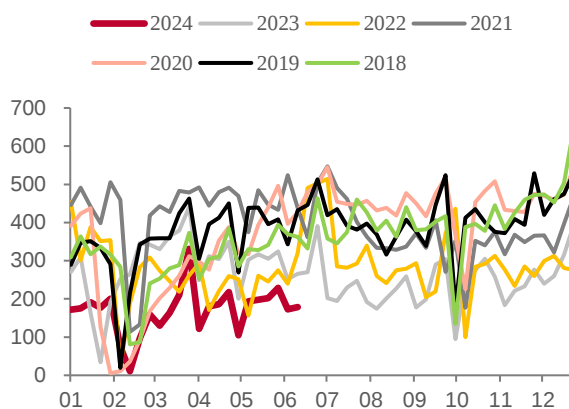
端：美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值为 51.7，环比+0.4，5 月国内出口金额当月同比 7.6%（前值 1.4%），出口景气度回升。

图表 10：国内乘用车日均销量（辆）



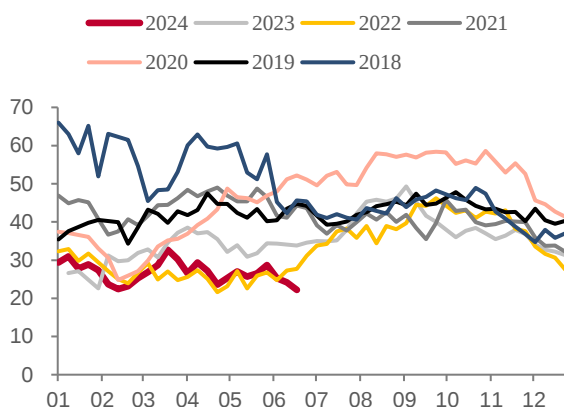
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 11：国内 30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



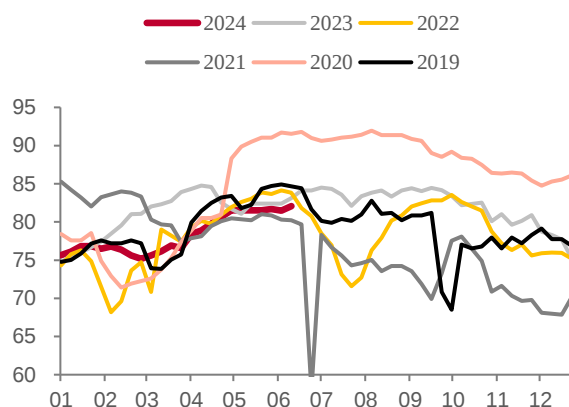
来源：Wind，中泰证券研究所

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（%）



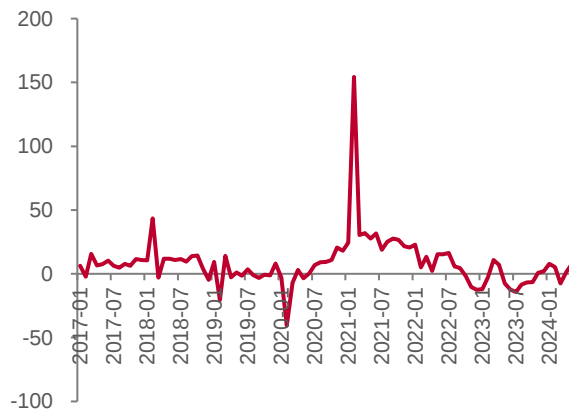
来源：Wind，中泰证券研究所

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（%）



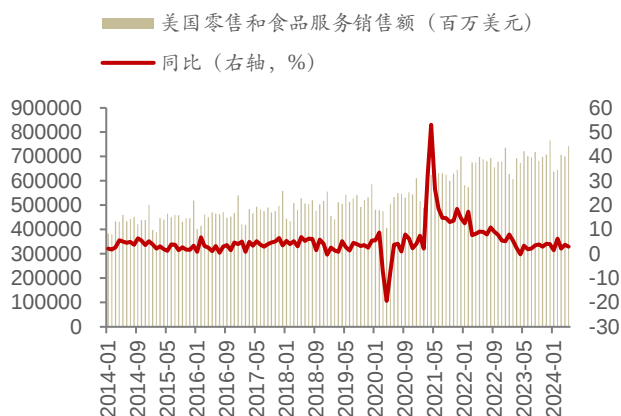
来源：Wind，中泰证券研究所

2.2 美国因素：5月零售销售环比有所回升但低于预期

- **美国5月零售销售环比有所回升但低于预期。**本周披露美国5月零售销售环比为0.09%（前值-0.18%，预期0.30%），同比为2.27%（前值2.74%），核心零售销售环比为-0.09%（前值-0.13%，预期0.20%）；5月新屋开工私人住宅为11.69万套（前值12.33万套）；6月制造业PMI初值为51.7（前值51.3），服务业PMI初值为55.1（前值54.8）。

图表 16：美国零售销售额及同比

图表 17：美国零售销售及新屋开工同比



来源：Wind，中泰证券研究所

来源：Wind，中泰证券研究所

- **美国当周初请失业金人数回落。**本周披露美国当周初请失业金人数季调为23.8万人（前值24.3万人）。

图表 18：美国失业率季调 (%)

图表 19：美国当周初请失业金人数 (万人)



来源：Wind，中泰证券研究所

来源：Wind，中泰证券研究所

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

图表 20：美联储利率政策市场预期

图表 21：美元指数走势图

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	89.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	59.5%	34.1%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	25.2%	50.5%	22.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	19.8%	44.6%	28.7%	5.2%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	13.0%	35.2%	34.7%	14.1%	2.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.7%	9.0%	27.7%	34.9%	21.0%	6.0%	0.7%
2025/4/30	0.0%	0.3%	4.6%	17.9%	31.1%	28.3%	13.9%	3.5%	0.3%
2025/6/18	0.2%	3.0%	12.8%	26.0%	29.4%	19.4%	7.5%	1.6%	0.1%
2025/7/30	1.3%	7.0%	18.2%	27.4%	25.3%	14.6%	5.1%	1.0%	0.1%

来源：CME，中泰证券研究所，注：截至 2024 年 06 月 22 日

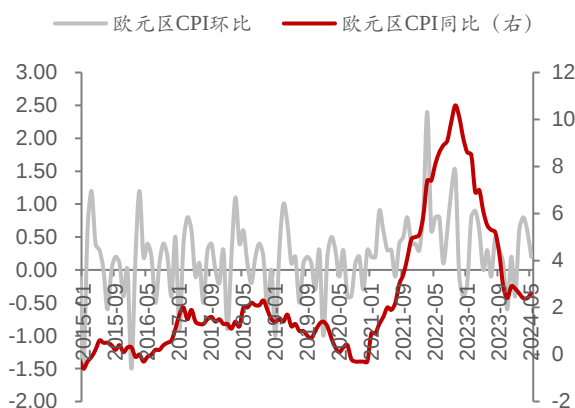


来源：Wind，中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：欧元区 5 月 CPI 同比回升环比回落

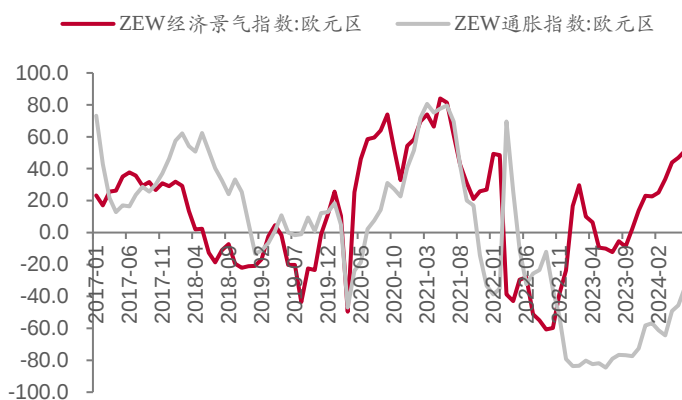
- 欧元区 5 月 CPI 同比回升环比回落。本周披露欧元区 5 月 CPI 同比为 2.6%（前值 2.4%，预期 2.6%），环比为 0.2%（前值 0.6%，预期 0.2%），核心 CPI 同比为 2.9%（前值 2.7%，预期 2.9%），环比为 0.4%（前值 0.7%，预期 0.4%）；6 月 ZEW 经济景气指数为 51.3（前值 47.0，预期 47.8）。

图表 22：欧元区 CPI 同比及环比 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 23：德国 ZEW 经济景气指数及通胀指数



来源：Wind，中泰证券研究所

2.4 全球因素：5 月全球制造业 PMI 回升

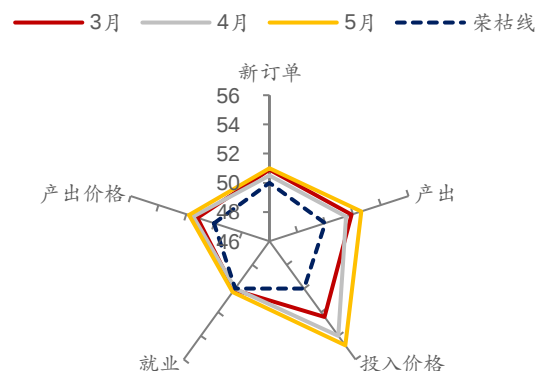
- 全球 5 月制造业景气度回升。5 月全球制造业 PMI 为 50.9，环比上升 0.6，处于荣枯线以上，全球经济复苏动能仍有进一步提升空间。

图表 24：全球制造业与服务业 PMI

图表 25：全球制造业 PMI 分项



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 全球主要经济体制造业 PMI

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

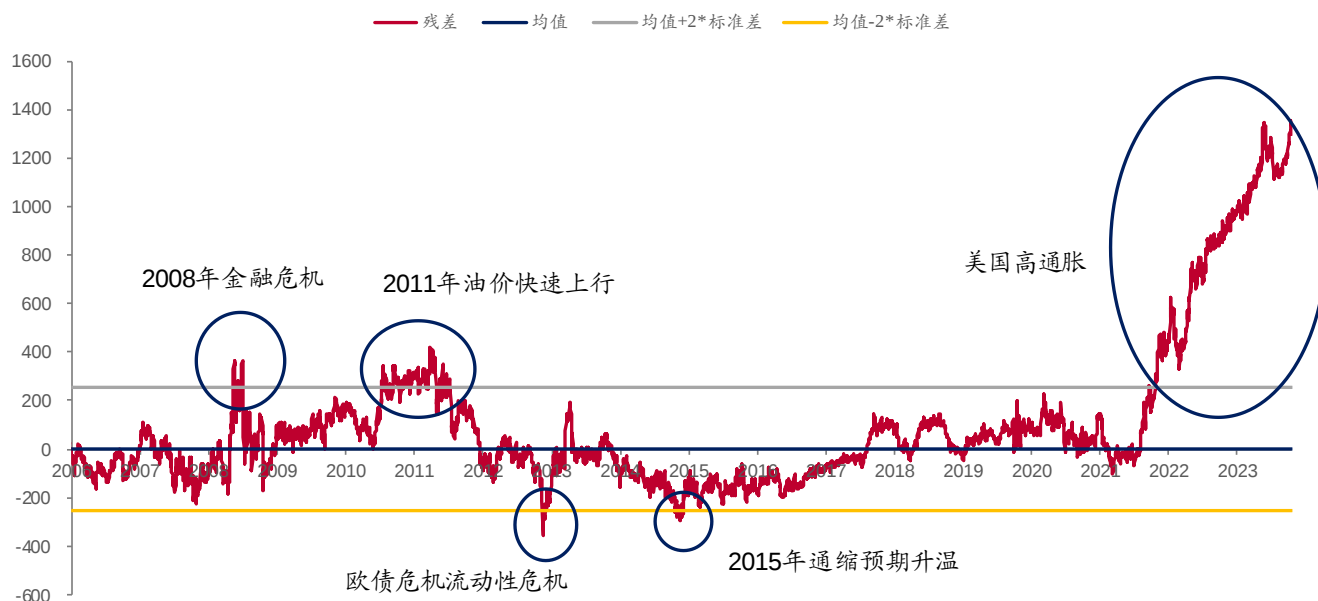
来源: wind, MacroMicro, Bloomberg, 中泰证券研究所

3. 贵金属：大周期上行趋势不变

3.1 美联储放鹰，贵金属价格承压

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

图表 27: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系（美元/盎司）

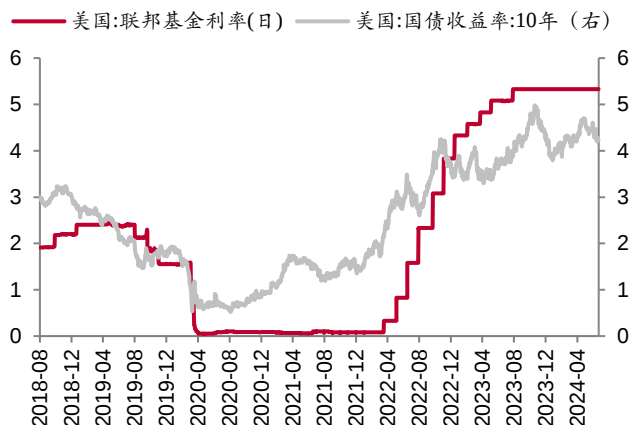


来源：Wind，中泰证券研究所

- 截至6月21日，本周美国10年期国债名义收益率隐含通胀预期回升至2.23%，10年期国债实际收益率环比回落至2.02%；截至6月21日，COMEX黄金收于2331.20美元/盎司，环比下跌0.76%；COMEX白银收于29.61美元/盎司，环比上涨0.48%；SHFE黄金收于559.74元/克，环比上涨2.05%；SHFE白银收于8036元/千克，环比上涨4.70%。

图表 28：十年期美债收益率与联邦基金利率 (%)

图表 29：通胀预期与真实收益率 (%)



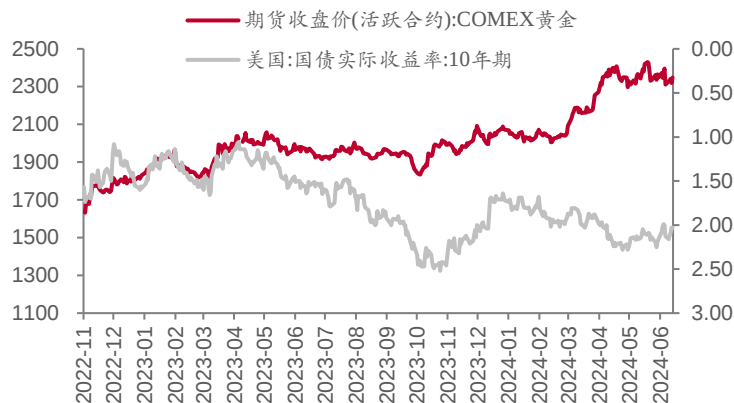
来源：Wind，中泰证券研究所



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 30：金价与十年期美国国债收益率

图表 31：美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系



来源: Wind, 中泰证券研究所

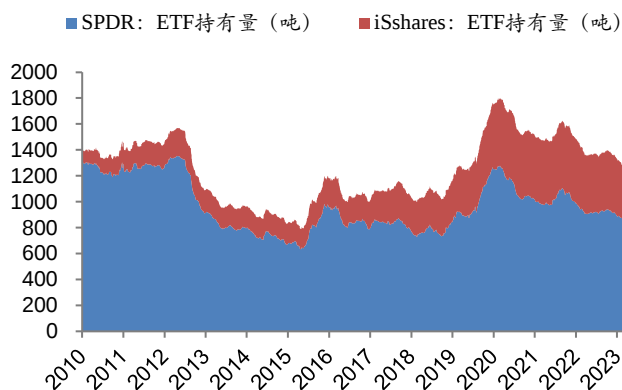


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓环比增加, COMEX 非商业多头结构延续

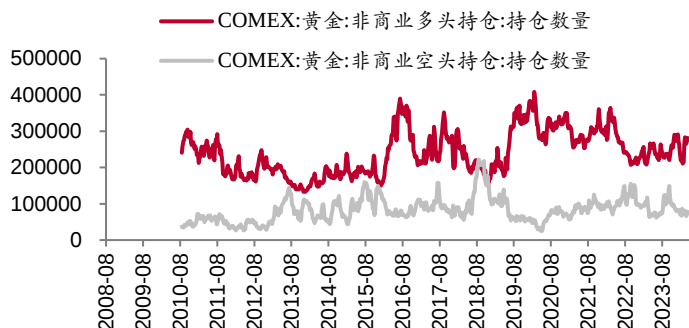
- **黄金 ETF 持仓环比增加, COMEX 净多头结构延续。**截至 6 月 21 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,210.46 吨, 环比增加 5.68 吨。截至 6 月 11 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回落至 27.68 万张附近 (前值 28.46 万张), 同时非商业空头持仓回落至 4.28 万张附近 (前值 4.73 万张附近), 净多头持仓量回落至 23.39 万张 (前值 23.73 万张)。

图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

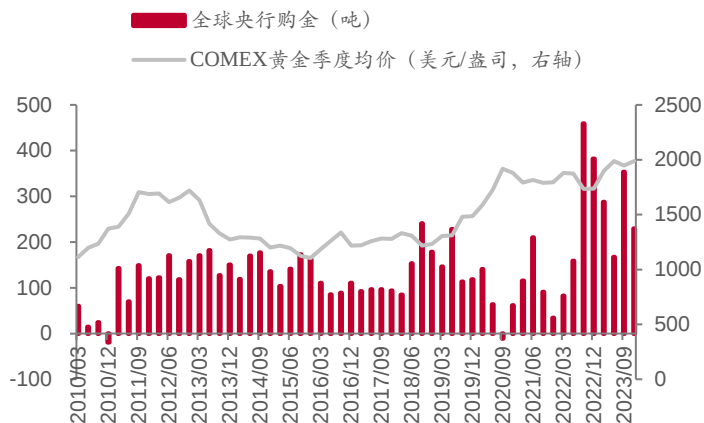
图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)



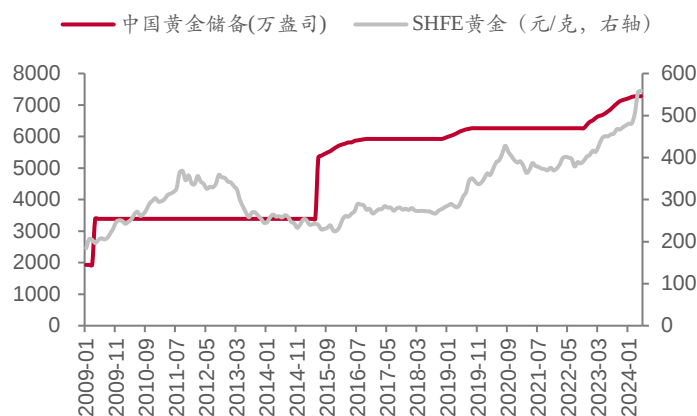
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 34: 全球央行购金 (单位: 吨)

图表 35: 国内央行黄金储备变动



来源: Wind, 中泰证券研究所

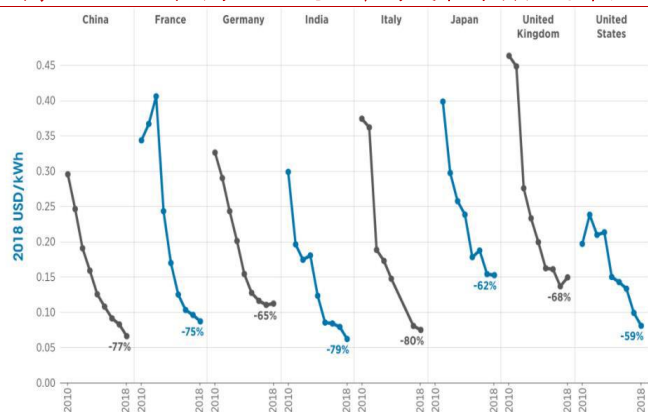


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.3 金银比延续修复趋势

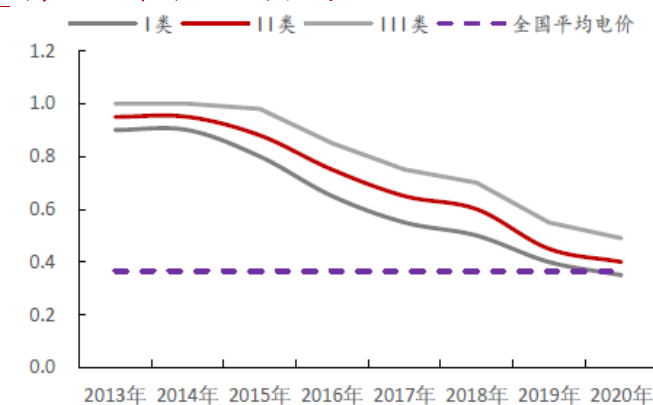
- 能源转型已经成为全球共识，光伏产业趋势逐渐确立。2020 年 9 月 14 日 BP 发布《世界能源展望（2020 版）》预测能源转型加速、石油需求封顶；2020 年 9 月 17 日欧盟发布的气候目标，将 2030 年可再生能源占比目标从 32%以上提升至 38%-40%；2020 年 9 月 21 日 GE 宣布退出新增煤电市场；2020 年 9 月 22 日中国宣布 2060 实现碳中和。由于新能源成本优势，全球能源转型加速，其中光伏也逐步从补充能源向主力能源转型，产业趋势确立。
- 随着光伏行业成本的不断下降，平价上网时代已临近，行业有望开启内生驱动下的高增。在过去十年，伴随着政策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

图表 36：主要国家光伏发电平均成本持续快速降低



来源: IRENA, 中泰证券研究所

图表 37：平价上网成为现实（元/度）



来源: 国家发改委, 中泰证券研究所

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

图表 38：白银供需平衡表预测（吨）

单位：吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
供给合计	31,401.7	31,482.5	32,179.2	33,099.7	33,050.0	32,897.6	32,098.3	31,619.4	31,818.4	29,641.6	31,013.3	31,246.2	31,874.4
矿产银	23,639.1	24,653.0	26,133.3	27,290.3	27,769.2	27,750.5	26,851.7	26,366.6	26,015.2	24,294.9	25,585.7	25,576.6	26,189.3
		4.3%	6.0%	4.4%	1.8%	-0.1%	-3.2%	-1.8%	-1.3%	-6.6%	5.3%	0.0%	2.0%
再生银	7,243.2	6,717.6	5,993.0	5,439.4	5,178.2	5,112.8	5,215.5	5,215.5	5,283.9	5,045.0	5,380.9	5,616.7	5,632.2
		-7.3%	-10.8%	-9.2%	-4.8%	-1.3%	2.0%	0.0%	1.3%	-4.5%	6.7%	4.4%	2.0%
净对冲供给	370.1	0.0	0.0	332.8	68.4	0.0	0.0	0.0	488.3	264.4	0.0	0.0	0.0
		-100.0%	-	-	-79.4%	-100.0%	-	-	-	-	-	-	-
净官方售银	149.3	112.0	52.9	37.3	34.2	34.2	31.1	37.3	31.1	37.3	46.7	52.9	52.9
		-25.0%	-52.8%	-29.4%	-8.3%	0.0%	-9.1%	20.0%	-16.7%	20.0%	25.0%	13.3%	0.0%
需求合计	32,511.9	30,586.2	33,240.1	31,774.9	33,184.0	30,960.2	29,999.0	30,736.3	30,845.0	27,367.1	32,631.8	38,638.6	41,249.9
传统工业(除光伏外)	13,674.7	12,300.1	12,760.3	12,477.3	12,505.3	12,334.3	12,918.9	13,030.9	12,819.4	11,318.6	12,270.3	12,943.8	17,926.0
		-10.1%	3.7%	-2.2%	0.2%	-1.4%	4.7%	0.9%	-1.6%	-11.7%	8.4%	5.5%	1.0%
光伏	2,127.2	1,710.5	1,570.6	1,505.2	1,682.5	2,914.1	3,166.0	2,876.8	3,069.6	3,141.5	3,536.5	4,363.3	4,956.2
		-19.6%	-8.2%	-4.2%	11.8%	73.2%	8.6%	-9.1%	6.7%	2.3%	12.6%	23.4%	13.6%
摄影(感光材料)	1,915.8	1,632.8	1,424.4	1,356.0	1,281.3	1,175.6	1,091.6	1,063.6	1,048.1	864.7	892.7	855.3	821.0
		-14.8%	-12.8%	-4.8%	-5.5%	-8.3%	-7.1%	-2.6%	-1.5%	-17.5%	3.2%	-4.2%	-3.0%
珠宝首饰	5,044.4	4,951.1	5,818.8	6,017.9	6,300.9	5,884.1	6,104.9	6,316.4	6,260.4	4,659.3	5,642.2	7,280.5	6,204.5
		-1.8%	17.5%	3.4%	4.7%	-6.6%	3.8%	3.5%	-0.9%	-25.6%	21.1%	29.0%	2.0%
银器	1,290.7	1,247.1	1,421.3	1,629.6	1,760.3	1,626.5	1,794.5	2,033.9	1,859.8	1,007.8	1,328.1	2,285.9	1,732.3
		-3.4%	14.0%	14.7%	8.0%	-7.6%	10.3%	13.3%	-8.6%	-45.8%	31.8%	72.1%	3.0%
实物投资	8,459.2	7,488.9	9,333.1	8,788.9	9,653.4	6,652.3	4,857.8	5,153.3	5,787.7	6,376.2	8,668.5	10,353.2	9,609.9
		-11.5%	24.6%	-5.8%	9.8%	-31.1%	-27.0%	6.1%	12.3%	10.2%	36.0%	19.4%	-2.0%
净对冲需求	0.0	1,256.4	911.2	0.0	0.0	373.2	65.3	261.2	0.0	0.0	292.4	556.7	0.0
		-	-27.5%	-100.0%	-	-	-82.5%	300.0%	-100.0%	-	-	90.4%	-100.0%
供需平衡	-1,110.3	896.3	-1,060.9	1,324.8	-134.0	1,937.3	2,099.3	883.1	973.4	2,274.5	-1,618.5	-7,392.5	-9,375.5
伦敦现货银价(\$/oz)	35.1	31.1	23.8	19.1	15.7	17.1	17.0	15.7	16.2	20.6	25.1	21.7	23.4
现货银价(元/千克)	7,618.7	6,476.5	4,813.8	4,004.8	3,413.5	3,816.7	3,928.4	3,601.0	3,886.1	4,690.0	5,207.2	4,740.0	5,386.0

资料来源：Wind，世界白银协会、中泰证券研究所

图表 39：光伏产业白银需求预测

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

资料来源：Wind，世界白银协会、中泰证券研究所

- 金银比，是衡量白银相对价格高低的一个有效指标。从 1998 年至今 20 年间，金银比总体上运行于 40-80 区间，靠近区间上沿，则往往银价相对黄金被低估。截至 6 月 21 日，当前金银比 76.72，环比回落 3.06。

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：去库加速，铝价调整空间有限

- 云南电解铝企业继续复产，内蒙古新产能投产。云南地区电解铝企业继续释放复产产能，由于多数产能均已释放完毕，因此近期云南复产速度放缓。内蒙古地区新投产产能也于 5 月开始正式投产。截至目前，本周电解铝行业开工产能 4323.6 万吨，较上周增加 7 万吨。
- 云南新增复产 3 万吨。截至 2024 年 6 月 20 日，2024 年中国电解铝总复产规模 161 万吨，已复产 102.5 万吨，待复产 58.5 万吨。

图表 42：电解铝企业已复产、拟复产情况（单位：万吨）

省份	企业	总复产规模	已复产	始复产通电时间	待复产	预期年内还可复产	预期年内最终实现累计
广西	广西田林百矿铝业有限公司	2	0	待定	2	2	2
贵州	安顺市铝业有限公司	13.5	0	2024 年三季度	13.5	13.5	13.5
山西	山西兆丰铝电有限责任公司	4.5	0	待定	4.5		
四川	眉山市博眉启明星铝业有限公司	2.5	0	2024 年三季度	2.5	2.5	2.5
四川	四川启明星铝业有限责任公司	12.5	0	24/8	12.5	12.5	12.5
四川	阿坝铝厂	2.5	0	2024 年三季度	2.5	2.5	2.5
云南	云铝集团	61	46	24/3	15	15	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	12.5	24/4	4	4	16.5
总计		161	102.5		58.5	54	156.5

资料来源：百川、中泰证券研究所

- **新增投产产能 4 万吨。**截至 2024 年 6 月 20 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。

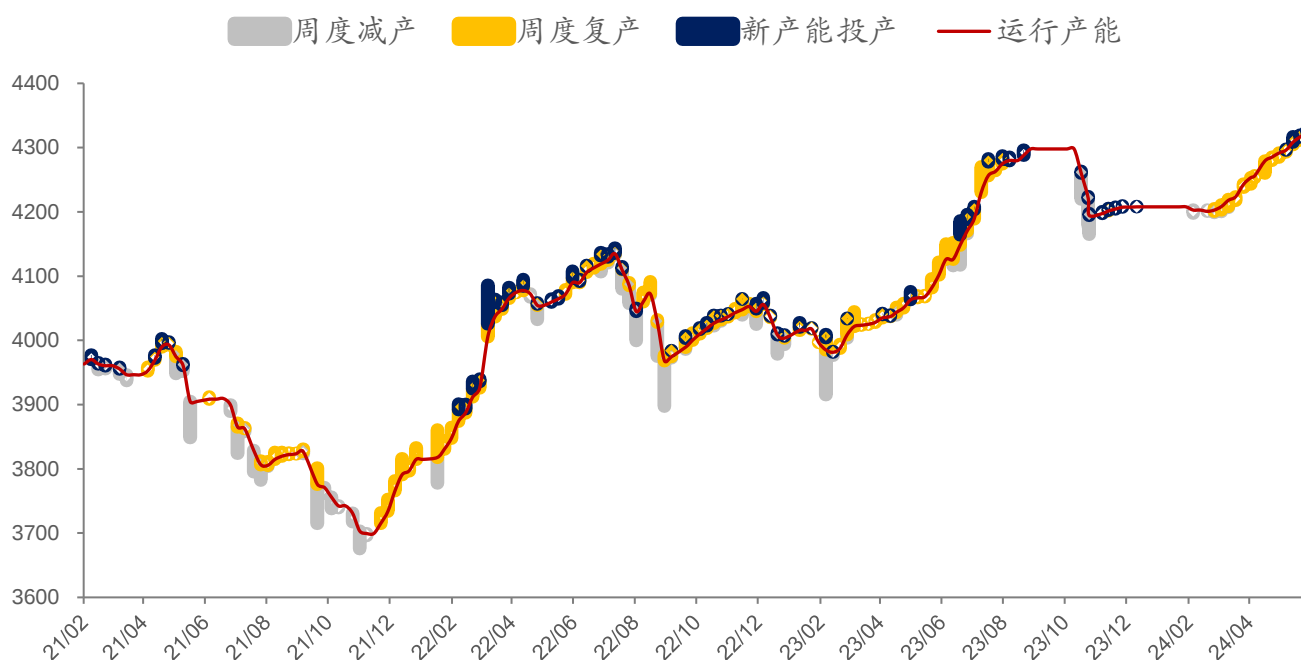
图表 43：电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况（单位：万吨）

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	2024/3	0	25	42
青海	中国铝业股份有限公司青海分公司	10		2024 年年末			
新疆	新疆农六师铝业有限公司准东项目	55	0	2024 年三季度	0	20	20
云南	云南宏泰新型材料有限公司	53	0	2024 年二季度	0	53	53
云南	云南宏合新型材料有限公司	93	0	待定	0		
总计		298	17		0	108	125

资料来源：百川、中泰证券研究所

- **电解铝运行产能增加。**截止 2024 年 6 月 21 日，国内电解铝运行产能达 4323.6 万吨。

图表 44：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）

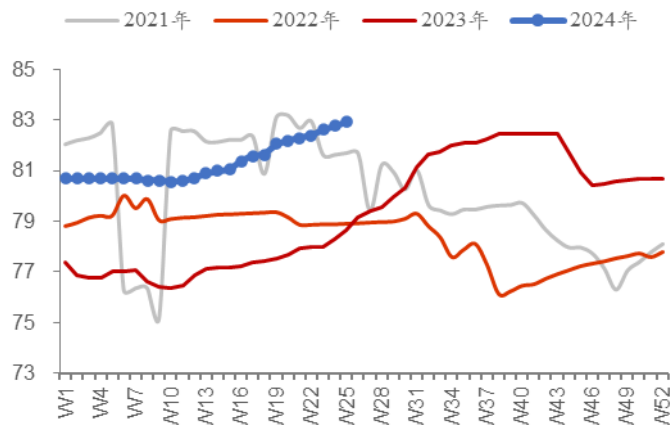


来源：百川、中泰证券研究所

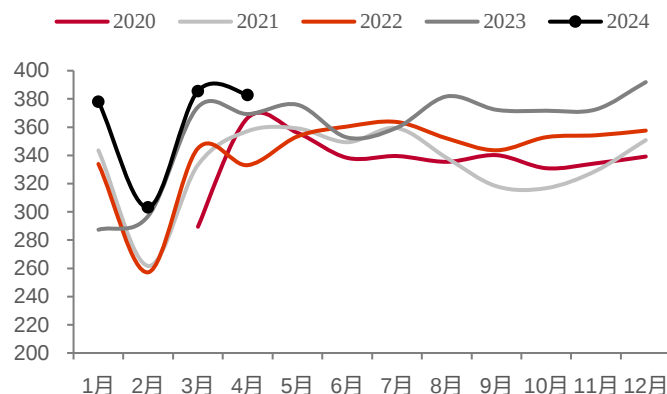
- **供应量上升。**根据百川，本周电解铝产量 82.92 万吨，环比上升 0.17%。

图表 45：电解铝周度产量（万吨）

图表 46：国内电解铝月度表观需求（万吨）



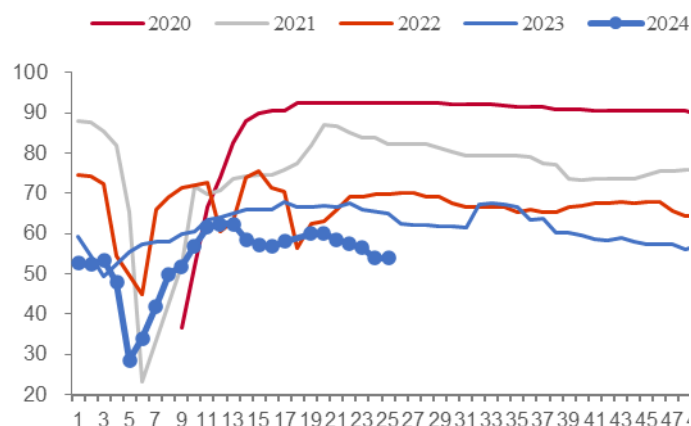
来源：百川，中泰证券研究所



来源：百川，中泰证券研究所

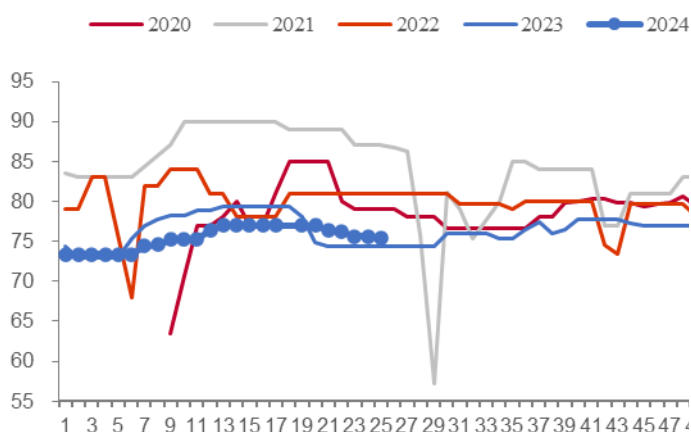
■ **铝加工板块开工率环比略有下降：**截止 2024 年 6 月 21 日，铝加工企业平均开工率为 63.3%，环比下降 0.3PCT。

图表 47：铝型材开工率 (%)



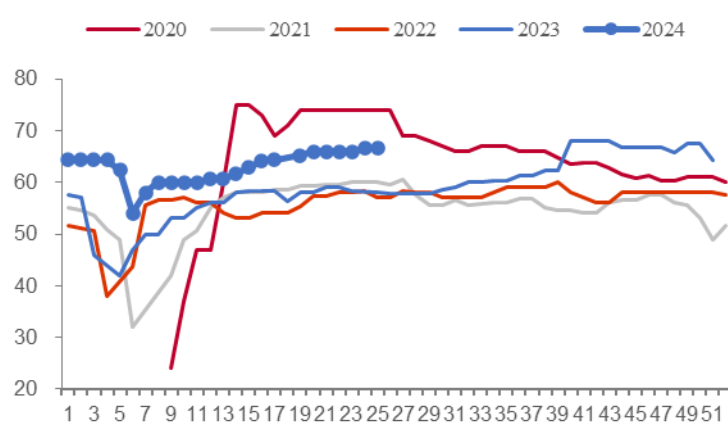
来源：百川，中泰证券研究所

图表 49：铝板带开工率 (万吨)



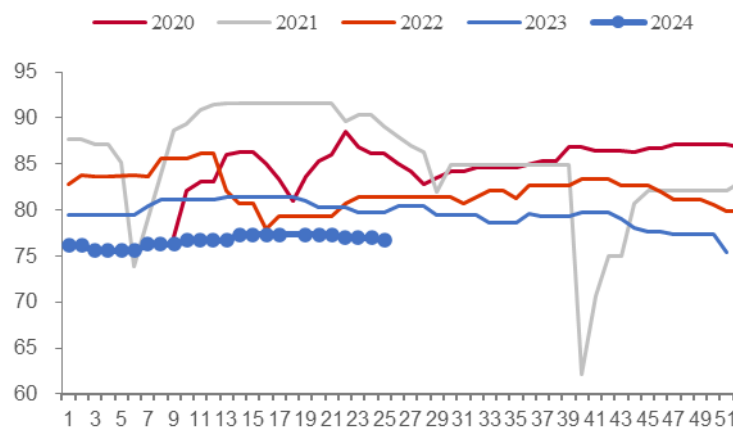
来源：百川，中泰证券研究所

图表 48：铝线缆开工率 (%)



来源：百川，中泰证券研究所

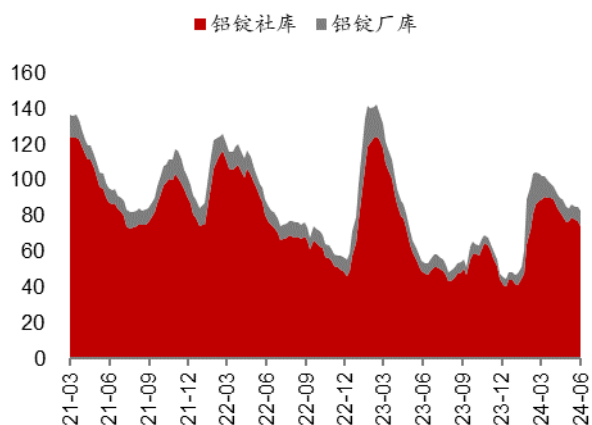
图表 50：铝箔开工率 (%)



来源：百川，中泰证券研究所

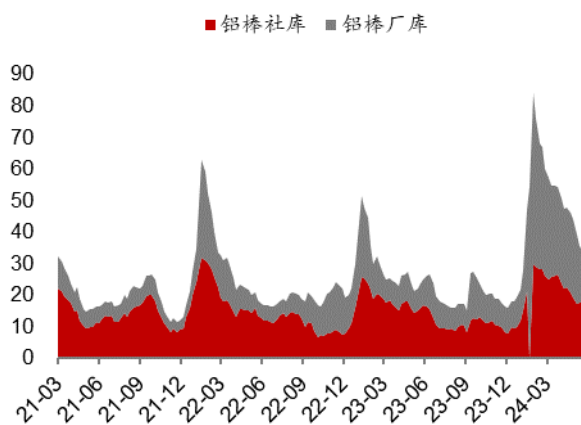
■ **铝锭转去库：**2024 年 6 月 21 日，根据钢联统计，国内铝锭库存 82.8 万吨，环比下降 2.4 万吨；国内铝棒库存 32.91 万吨，环比下降 0.86 万吨；国内铝锭+铝棒库存 115.71 万吨，环比下降 3.26 万吨。海外方面，截至 6 月 21 日，LME 铝库存 105.5 万吨，环比下降 2.4 万吨。

图表 51：国内铝锭总库存走势（万吨）



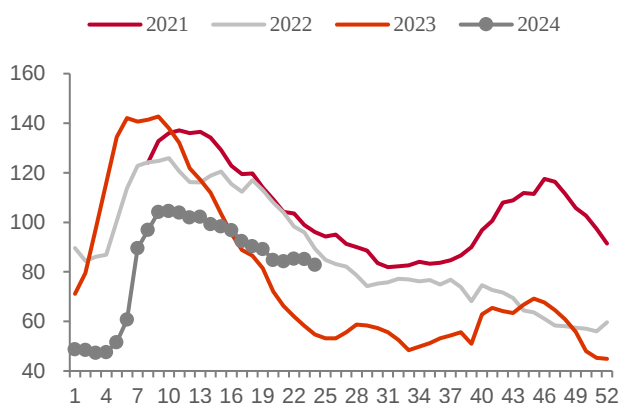
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 52：国内铝棒总库存走势（万吨）



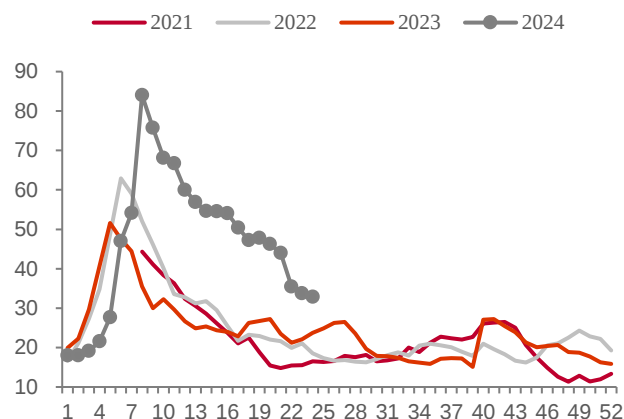
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 53：国内铝锭年度社会库存走势对比（万吨）



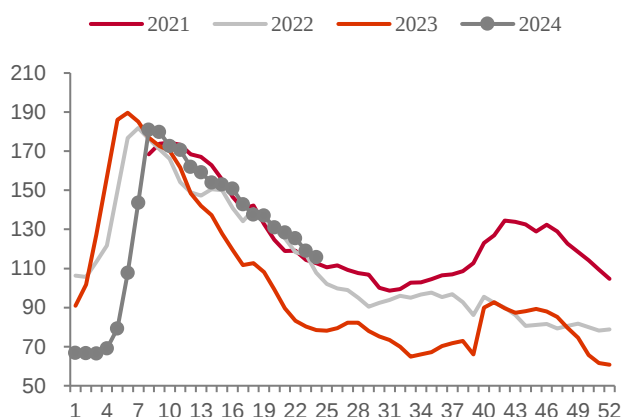
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 54：国内铝棒年度总库存走势对比（万吨）



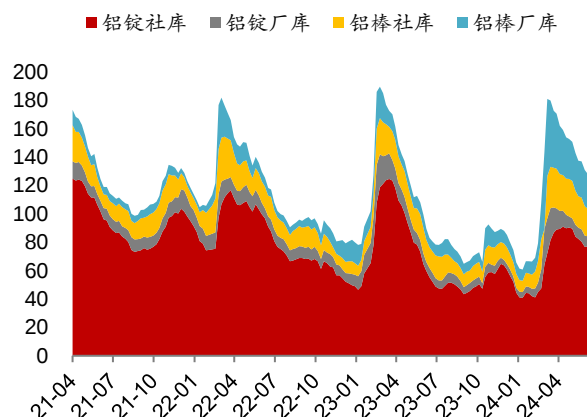
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 55：国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比（万吨）



来源：钢联，中泰证券研究所

图表 56：国内铝锭及铝棒总库存走势（万吨）



来源：钢联，中泰证券研究所

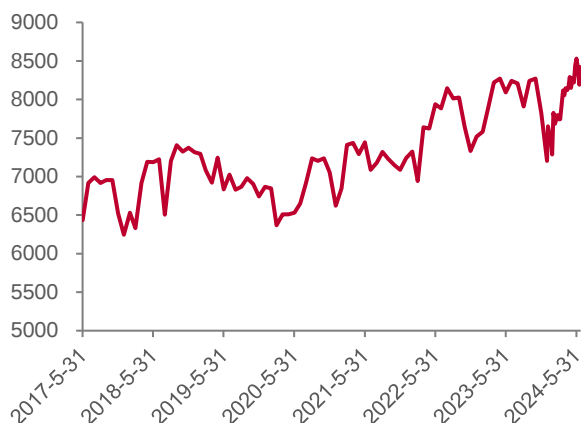
图表 57：LME 铝期货库存变动（万吨）



来源：Wind，中泰证券研究所

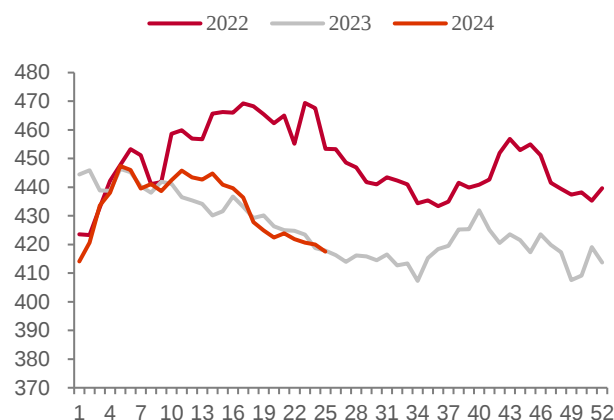
- **氧化铝紧平衡格局延续，现货价格偏强震荡**：2024 年 6 月 21 日，根据钢联统计，氧化铝建成产能 10210 万吨，环比持平；运行产能 8420 万吨，环比增加 230 万吨；库存从上周 420 万吨降低至 417.5 万吨。

图表 55：氧化铝运行产能（万吨）



来源：钢联，中泰证券研究所

图表 56：氧化铝库存（万吨）



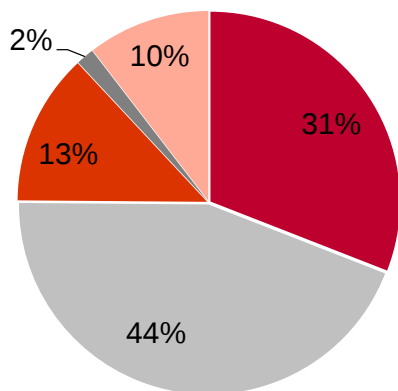
来源：钢联，中泰证券研究所

- **即时盈利压缩**。截至 6 月 21 日，氧化铝价格 3904 元/吨，与上周持平，氧化铝成本 3029 元/吨，环比保持不变，吨毛利 875 元/吨，环比持平。预焙阳极方面，周内均价 4570 元/吨，环比保持不变；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4717 元/吨，周内平均吨毛利-147 元/吨，环比上升 5.97%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4556 元/吨，环比下降 1.08%，周内平均吨毛利 14 元/吨。除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 17709 元/吨，环比持平，长江现货铝价 20360 元/吨，环比下降 0.78%，吨铝盈利 1759 元，环比下降 5.69%。具体走势如下：

图表 58：电解铝的完全成本构成

图表 59：电解铝成本、利润情况（元/吨）

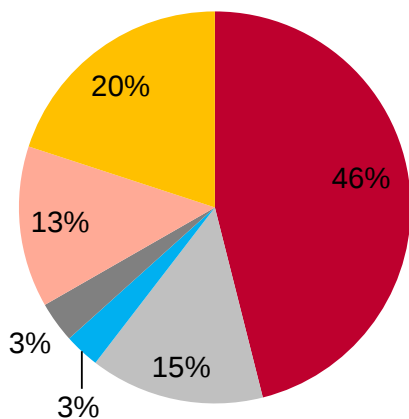
■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 60: 氧化铝生产成本构成

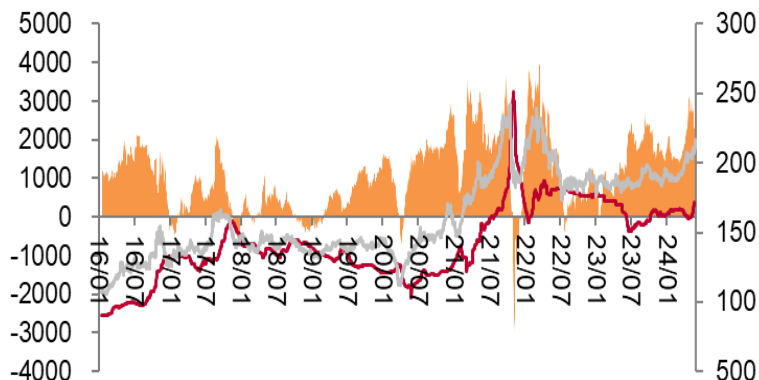
■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰 ■ 电力 ■ 其他能源 ■ 其他成本



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 62: 预焙阳极生产成本构成

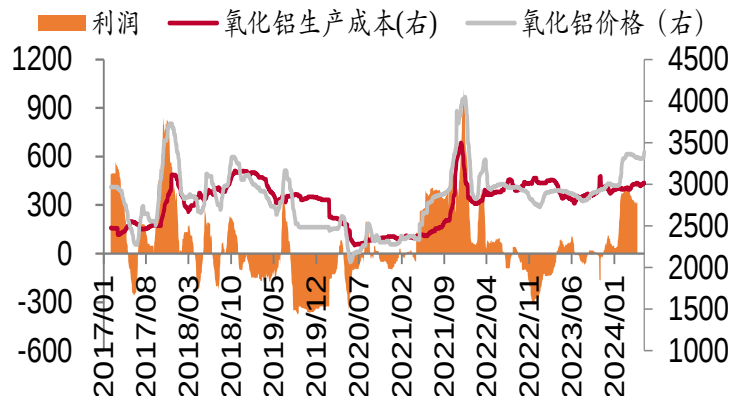
■ 利润 ■ 完全成本 (右轴) ■ 长江现货价格 (右轴)



来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

注: 测算对象为除新疆外 100% 自备火电的电解铝企业的即时盈亏情况

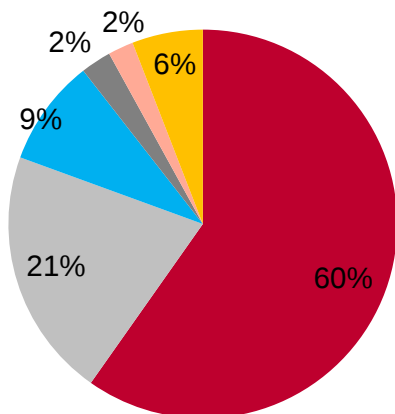
图表 61: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)



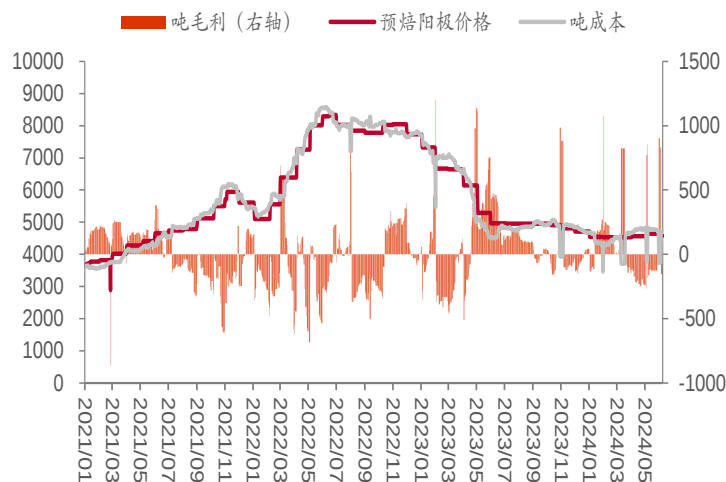
来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 63: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)

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

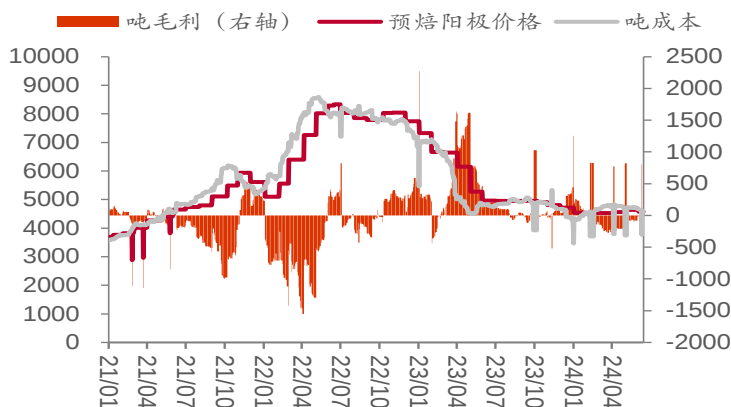


来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所



来源：WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所
注：考虑企业1个月原料库存影响

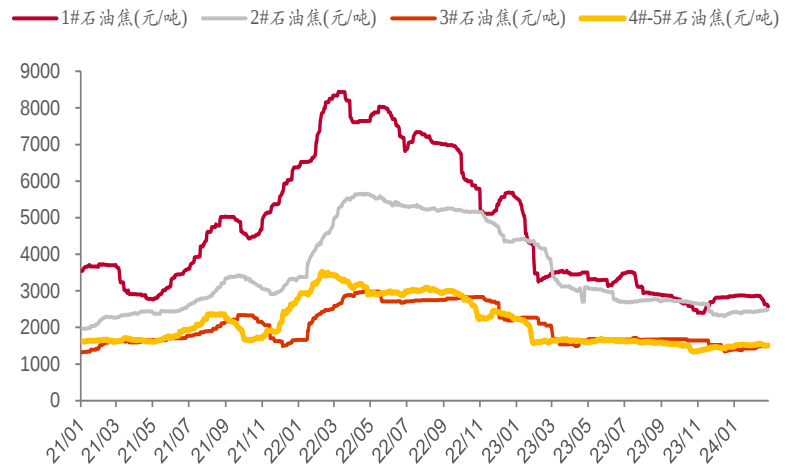
图表 64：预焙阳极成本、利润情况（元/吨）（不考虑原料库存）



来源：SMM，中泰证券研究所
注：不考虑企业原料库存影响，采用原料现货价格

- **石油焦价格涨跌不一。**截止 6 月 21 日，1#石油焦价格为 2572 元/吨，周环比持平，同比下降 50.2%。2#石油焦价格 2270 元/吨，周环比下降 1.5%，同比下降 53.5%。3#石油焦价格为 2260 元/吨，周环比增加 0.8%，同比下降 41.5%。4#-5#石油焦价格为 1500 元/吨，周环比下降 0.9%，同比下降 34.4%。

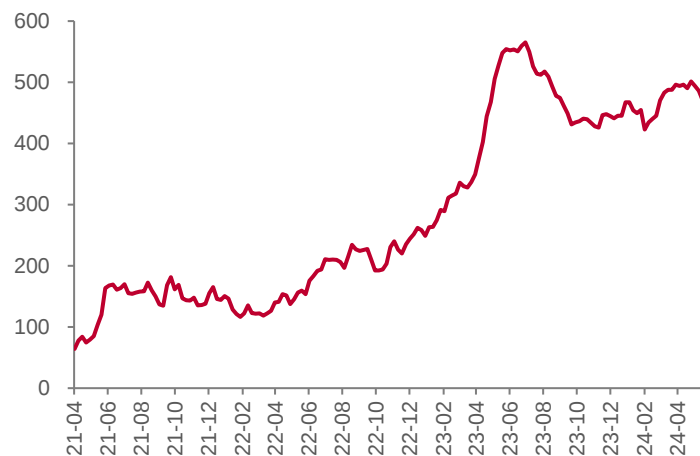
图表 65：石油焦价格（元/吨）



来源：Wind、中泰证券研究所

- **石油焦库存转增。**截至 6 月 21 日，石油焦库存总量 499.7 万吨，环比上升 5.8%，同比下降 10.7%。

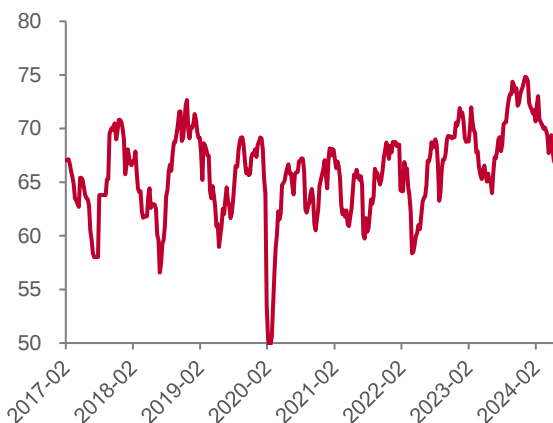
图表 66：石油焦库存（万吨）



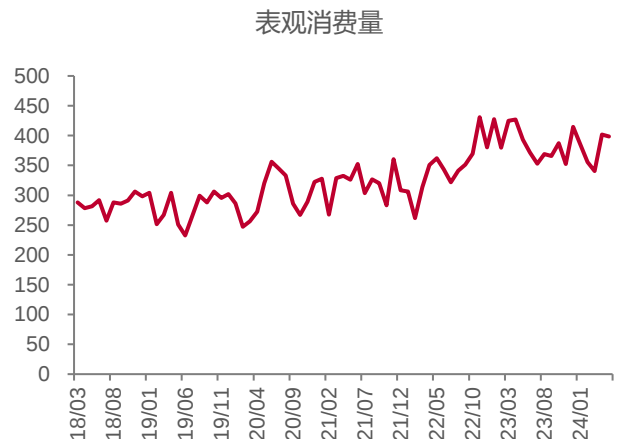
来源：钢联、中泰证券研究所

- **石油焦开工率下降。**截止 6 月 21 日，国内石油焦开工率为 64.32%，环比下降 0.34pct。国内石油焦 5 月表观消费量 398.24 万吨，环比下降 1%，同比上升 1%。

图表 67：国内石油焦产能利用率（%）



图表 68：国内石油焦月度表观消费量（万吨）



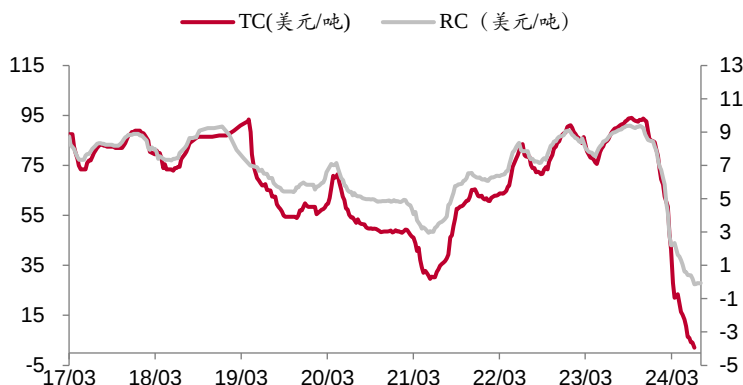
来源：钢联、中泰证券研究所

来源：钢联、中泰证券研究所

4.2 铜：铜价相对平稳，市场积压需求逐步显现

- **铜精矿加工费回落。**6月21日 SMM 进口铜精矿指数（周）报 0.13 美元/吨，较上一期的 0.87 美元/吨减少 0.74 美元/吨。随着铜价的回落，20%品位内贸矿计价系数相应下降至 91%-93%。

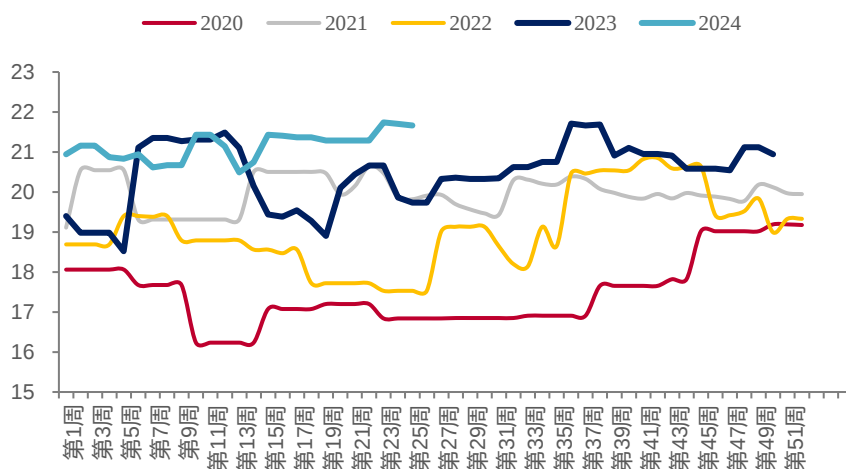
图表 69：铜矿 TC/RC



来源：SMM，中泰证券研究所

- **供给端，百川统计本周国内电解铜产量 21.66 万吨，环比下降 0.18%。**

图表 70：电解铜周度产量（万吨）



来源：百川，中泰证券研究所

- **行业装置动态：**截止 2024 年 6 月 21 日，粗炼产能总量达 596 万吨，环比保持不变；精炼产能达 635 万吨。

图表 71：中国铜冶炼行业装置动态（单位：万吨）

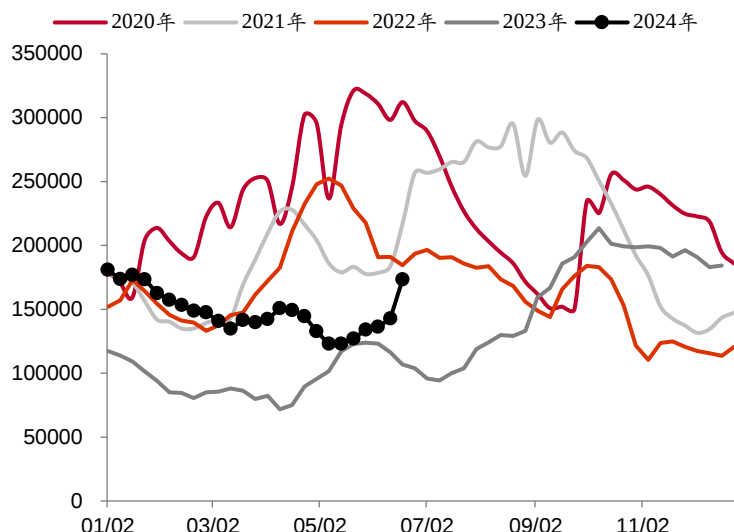
公司名称	粗炼产能	精炼产能	开始时间	结束时间	检修环节	备注
葫芦岛宏跃北方铜业	10	15	2024 年 1 月	2024 年 2 月	粗炼	18 天
广西南国铜业有限责任公司（一期）	30	30	2023 年 11 月	不详	粗炼	
赤峰富邦铜业有限责任公司	6	0	2024 年 3 月	2024 年 6 月	粗炼	90 天
青海铜业责任有限公司	10	15	2024 年 4 月	2024 年 5 月	粗炼	30 天
阳新弘盛铜业有限公司	40	40	2024 年 4 月初	2024 年 5 月初	粗炼	30 天
中原黄金冶炼厂	35	40	2024 年 3 月 20 日	2024 年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

资料来源：SMM、中泰证券研究所

- **国内去库，海外累库：**国内社会库存方面，截至 6 月 21 日，国内社会库存 49.3 万吨，环比下降 2.89 万吨。**海外库存（期货）**方面，截止 6 月 21 日，LME+COMEX 铜库存量 17.3 万吨，环比增长 3 万吨。

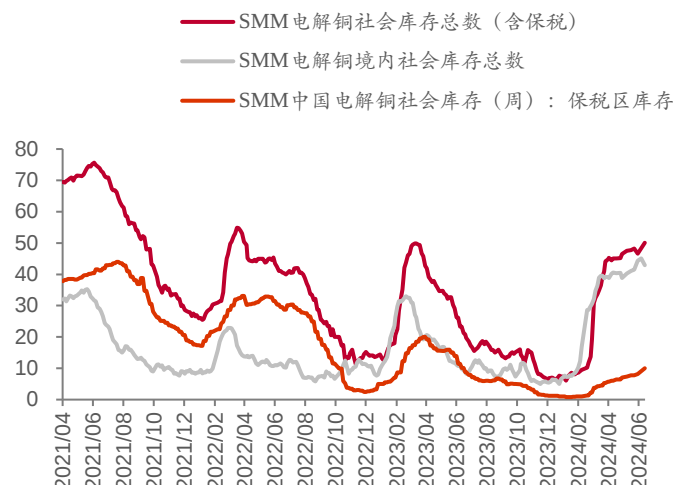
图表 72：LME+COMEX 库存变动趋势（吨）

图表 73：境内及保税区社会库存变动（万吨）



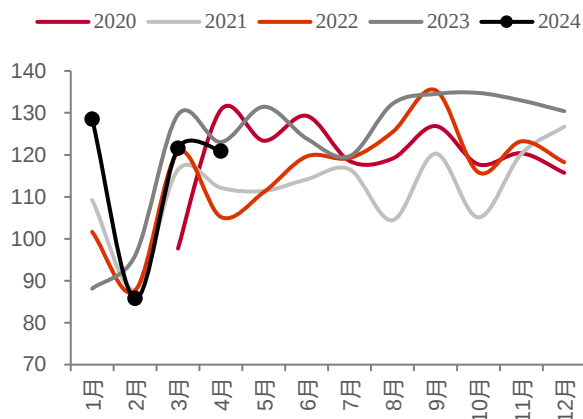
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 75：电解铜月度表观消费变动（万吨）



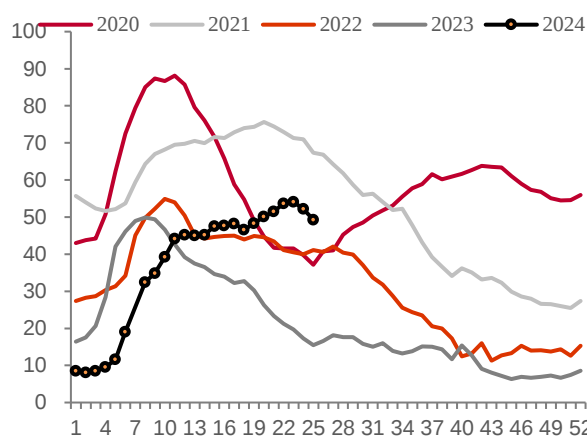
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 74：电解铜社会库存变动（万吨）



来源：SMM，中泰证券研究所

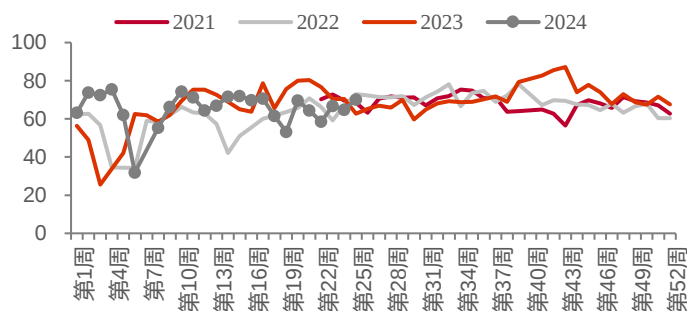
图表 75：铜精铜制杆企业周度开工率（%）



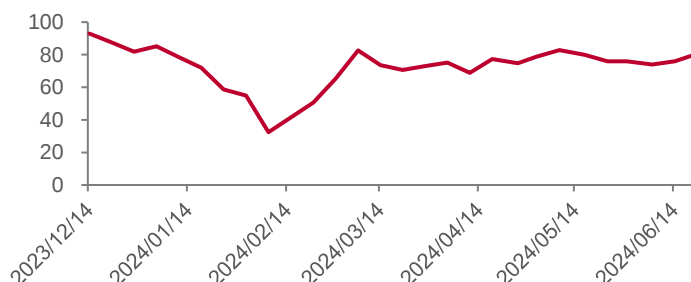
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 76：电线电缆开工率（%）

■ **下游开工率明显提振。**本周国内主要精铜杆企业周度开工率逐渐回暖，录得 70.15%，环比回升 5.41 个百分点。铜线缆企业开工率为 80.41%，环比增长 4.5 个百分点。整体来看，因铜价较此前有所回落且震荡幅度相对平稳后，市场积压需求逐步显现。



来源：SMM，中泰证券研究所

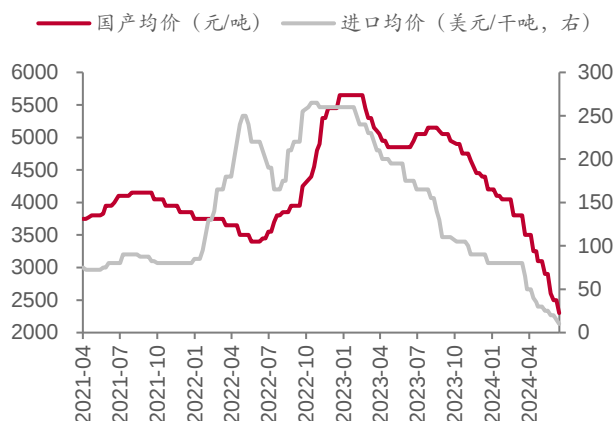


来源：SMM，中泰证券研究所

4.3 锌：美国经济数据疲软，内外盘重心回升

- 本周加工费仍偏弱。目前国内矿山增量有限，进口矿流入同样未见增加，5月锌精矿进口环比降低7.21%，6月进口窗口虽开启，然进口锌矿现货加工费报价持续低位，国内冶炼厂仍倾向采购国内矿，预计流入增量或有限，关注后续进口矿流入情况。

图表 77：国产及进口锌精矿加工费对比



来源：SMM，中泰证券研究所

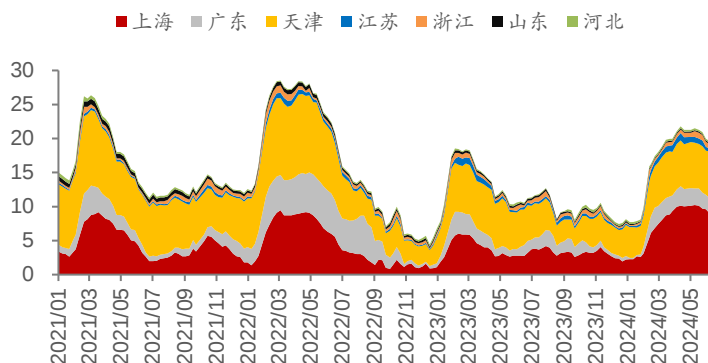
图表 78：国产锌精矿分地区加工费

	2024/06/07	2024/06/14	2024/06/21	单位
国产（周）	2500	2500	2300	元/金属吨
进口（周）	20.0	15.0	10.0	美元/千吨
内蒙古	2600	2600	2600	元/金属吨
云南	2500	2500	2300	元/金属吨
湖南	2600	2600	2400	元/金属吨
广西	2600	2600	2400	元/金属吨
陕西	2350	2350	2150	元/金属吨
四川	2500	2500	2300	元/金属吨
甘肃	2450	2450	2250	元/金属吨

来源：SMM，中泰证券研究所

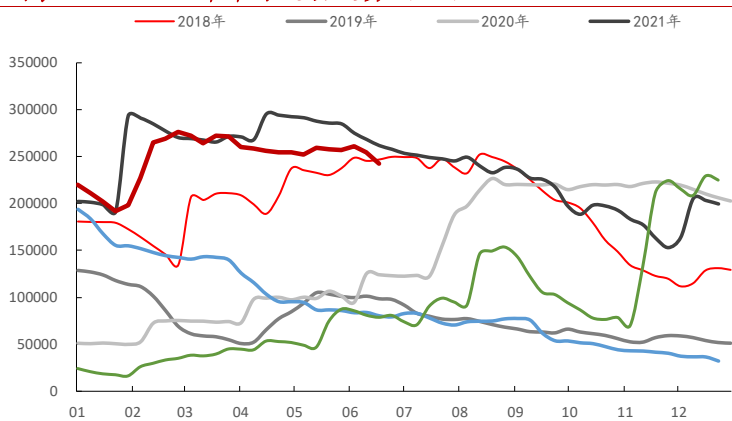
- 本周沪伦比值回落至8.3附近震荡，锌锭进口窗口仍在关闭。海外来看，美国5月零售销售数据不及预期，前值同样下修，提振伦锌重心不断回升；国内同样受外盘提振，沪锌反弹回涨，然下游进入消费淡季，需求环比走弱同样限制沪锌上涨空间，沪锌走势相对偏弱。下游消费暂无明显改善，沪伦比值或维持震荡。
- 库存变化：据SMM调研，截至本周四（6月20日），SMM七地锌锭库存总量为19.03万吨，较6月13日降低0.57万吨，较6月17日降低0.66万吨，国内库存录减。上海、广东、天津三地库存均录减，周内三地仓库正常到货，然下游逢周内低价点价较多，大量采买提货备库，三地库存均降低。整体来看，原三地库存降低0.60万吨，七地库存降低0.66万吨。LME方面，本周伦锌库存有所回落，截至6月21日，伦锌库存量242,525吨，较上周减少11,675吨。

图表 79：国内锌七地库存（万吨）



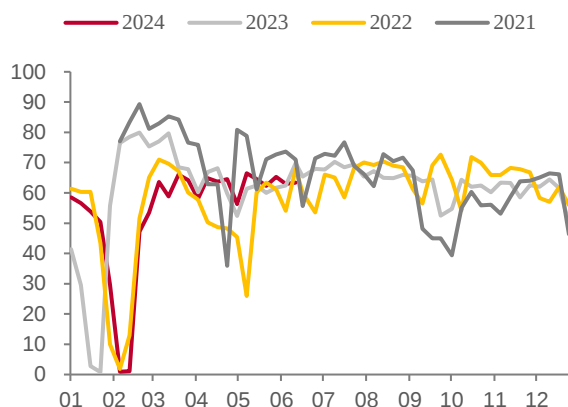
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 80：LME 锌库存变动趋势（吨）



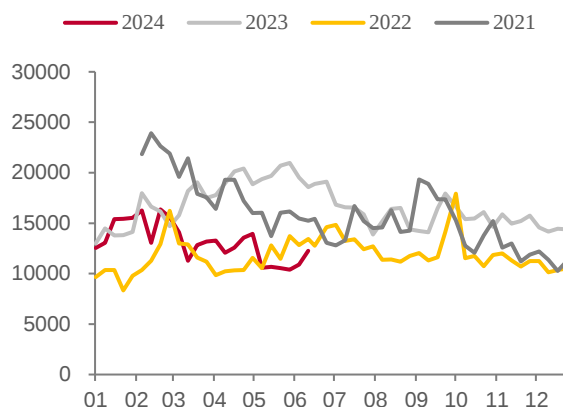
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 81: 镀锌开工率 (%)



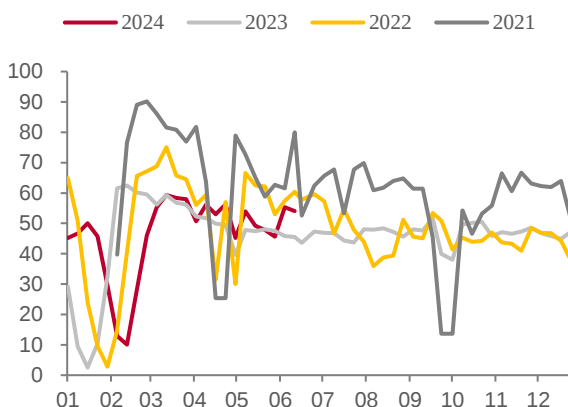
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 82: 镀锌原料库存 (吨)



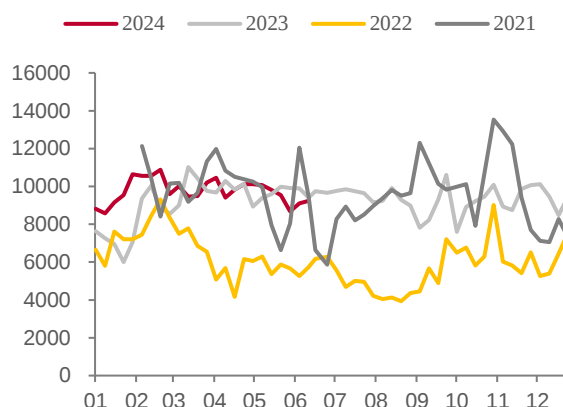
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 83: 压铸锌开工率 (%)



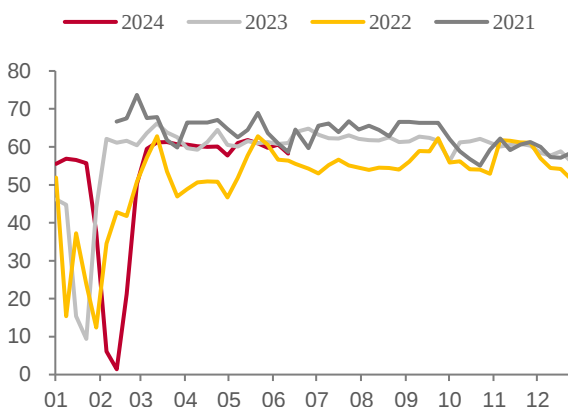
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 84: 压铸锌原料库存 (吨)



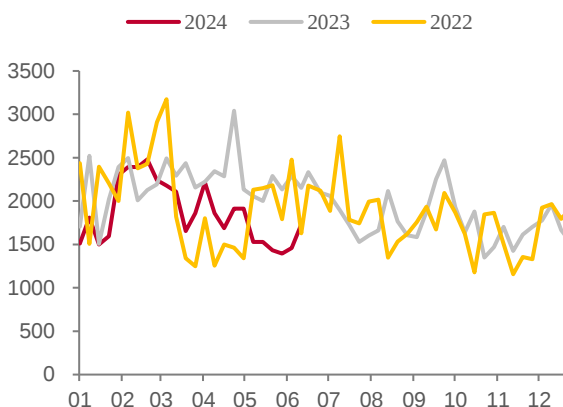
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 85: 氧化锌开工率 (%)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 86: 氧化锌原料库存 (吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

4.4 钢铁: 淡季弱需求效应持续, 钢价承压

- 钢价小幅下降: Myspic 综合钢价指数环比上周下降 1.05%, 其中长材下降 1.17%, 板材下降 0.91%。上海螺纹钢 3530 元/吨, 较上周下降

2.22%。上海热轧卷板 3750 元/吨，较上周下降 1.32%。

图表 87：主要钢材指数及品种价格变化（元/吨）

品种	本周	上周	变化幅度	上月	变化幅度	去年	变化幅度
Myspic综合钢价指数	137.23	138.69	-1.05%	142.31	-3.57%	143.51	-4.38%
MySpic指数:长材	153.48	155.29	-1.17%	160.5	-4.37%	160.3	-4.25%
MySpic指数:扁平	121.69	122.81	-0.91%	124.91	-2.58%	127.45	-4.52%
上海螺纹钢	3530	3610	-2.22%	3710	-4.85%	3790	-6.86%
基差	-33	-27	-6	-36	3	104	-137
广州-沈阳价差	-150	-120	-30	-80	-70	30	-180
上海-沈阳价差	-240	-190	-50	-230	-10	-40	-200
上海热轧板卷	3750	3800	-1.32%	3860	-2.85%	3870	-3.10%
基差	-3	-6	3	-13	10	84	-87
不锈钢（201/2B卷板:2.0mm）	8850	8900	-0.56%	8925	-0.84%	9250	-4.32%
取向硅钢（30Q120）	12400	12300	0.81%	12100	2.48%	18400	-32.61%
无取向硅钢（50WW600）	5400	5400	0.00%	5300	1.89%	5500	-1.82%

来源：Wind，中泰证券研究所

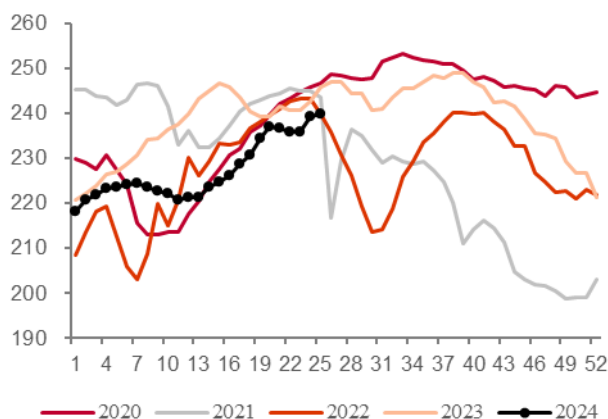
- **供应下降**：本周五大钢材品种供应 891.49 万吨，周环比下降 5.72 万吨，降幅 0.64%。
- **库存波动**：本周五大钢材总库存 1759.78 万吨，周环比降 7.02 万吨，降幅 0.4%。

图表 88：本周库存波动对比（万吨）

万吨	本周产量 2024/6/21	环比上周 2024/6/14	本周社库 2024/6/21	环比上周 2024/6/14	本周厂库 2024/6/21	环比上周 2024/6/14
螺纹	230.53	-1.88	573.09	2.33	202.57	-7.57
线材	94.62	2.76	83.49	0.37	76.18	-2.09
热轧	320.72	-6.93	324.97	0.38	88.84	-0.40
冷轧	86.13	0.12	147.40	0.01	39.67	0.95
中厚	159.49	0.21	140.81	-0.80	82.76	-0.20
合计	891.49	-5.72	1269.76	2.29	490.02	-9.31

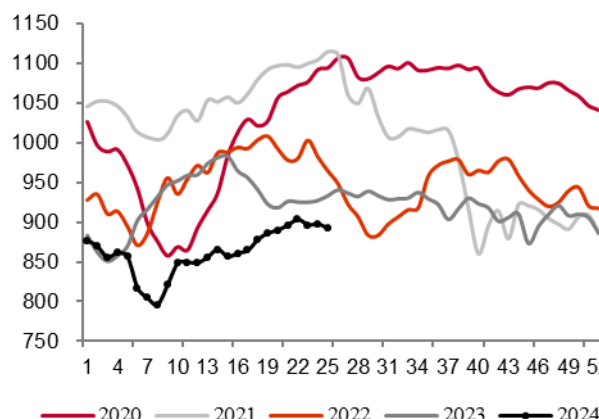
来源：Mysteel，中泰证券研究所

图表 89：247 家钢企铁水日均产量（万吨）



来源：Mysteel，中泰证券研究所

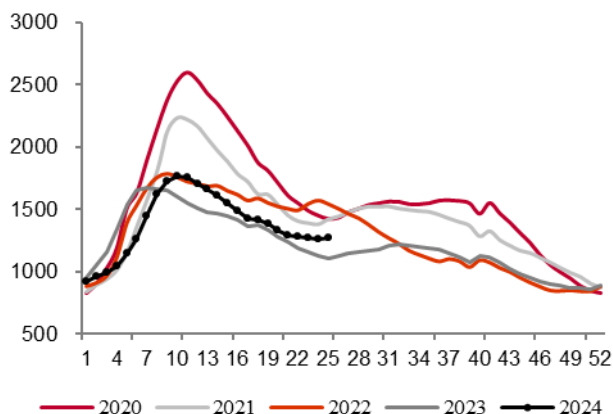
图表 90：五大品种周度产量合计（万吨）



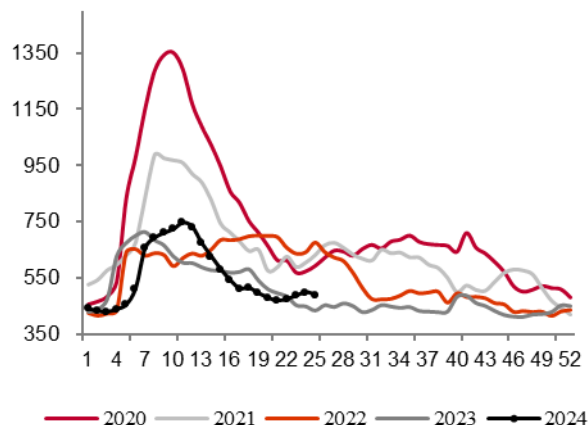
来源：Mysteel，中泰证券研究所

图表 91：历年五大品种社库波动（万吨）

图表 92：历年五大品种厂库波动（万吨）



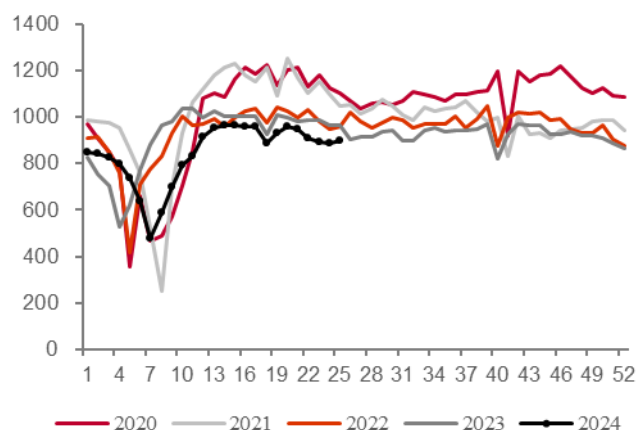
来源: Mysteel, 中泰证券研究所



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

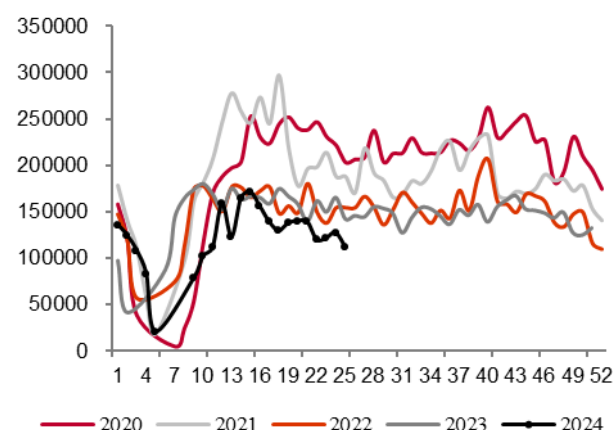
- **淡季弱需求效应明显:** 本周五大品种周消费量为 896.7 万吨, 增 1.1%; 其中建材消费环比增 7%, 板材消费环比降 2%。建材成交量 11.2 万吨, 环比下降 12.2%。

图表 93: 五大品种总表观消费量 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 94: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

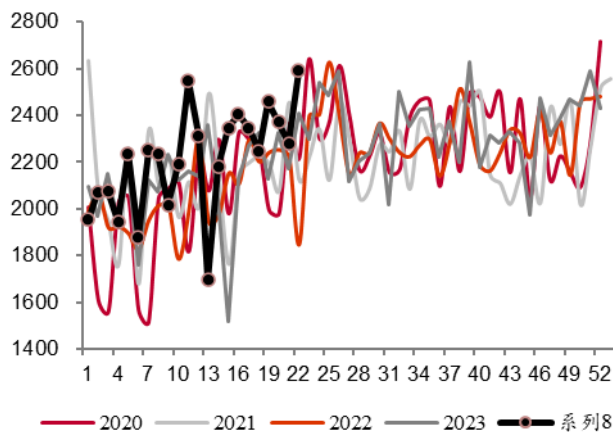
- **矿价震荡:** 本周 Platts62%105.1 美元/吨, 周环比下降 2.55 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 2590.4 万吨, 环比增加 14%, 其中中国到港量 1178.5 万吨, 环比上升 2.21%。最新钢厂进口矿库存天数 20 天, 环比增加 1 天。天津准一冶金焦 1990 元/吨, 环比保持不变。废钢 2470 元/吨, 环比增加 50 元/吨。

图表 95: 钢铁主要生产要素价格一览

品种		单位	本周价格	上周价格	周变化	上月价格	月变化	去年价格	年变化
铁矿石	Platts62%	美元/吨	105.1	107.65	-2.55	120.7	-15.6	112.4	-7.3
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	808	822	-14	893	-85	850	-42
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	655	670	-15	740	-85	710	-55
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-808	-822	14	-893	85	-850	42
	卡粉-超特	元/湿吨	-655	-670	15	-740	85	-710	55
	PB粉-超特	元/湿吨	153	152	1	153	0	140	13
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	27.11	26.66	0.45	25.34	1.77	20.46	6.65
	西澳-青岛	美元/吨	11.04	10.61	0.43	10.28	0.76	7.95	3.09
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	1990	1990	0	2040	-50	1940	50
	京唐港主焦煤	元/吨	2050	2050	0	2100	-50	1810	240
张家港废钢		元/吨	2470	2420	50	2490	-20	2580	-110
唐山方坯Q235		元/吨	3340	3400	-60	3520	-180	3540	-200

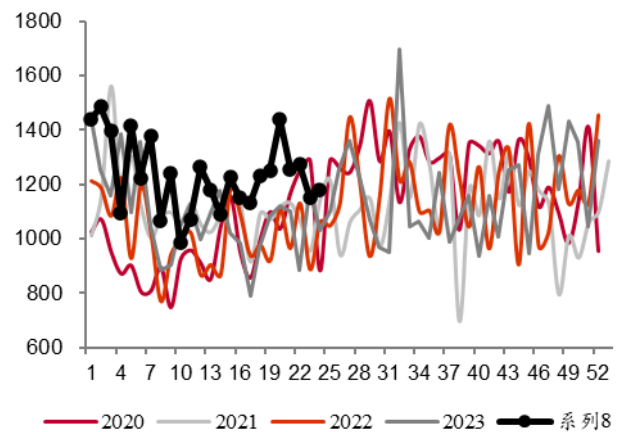
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 96: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)



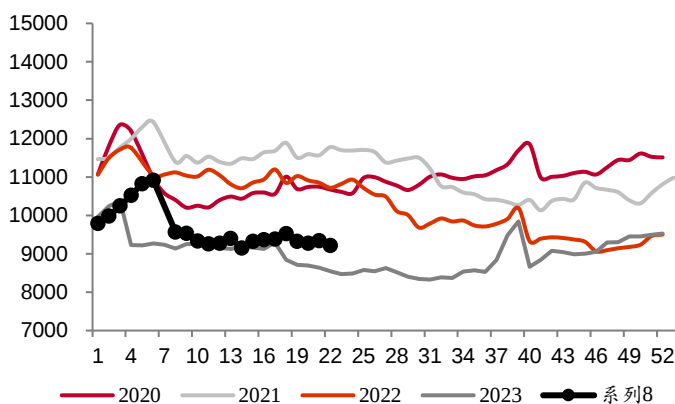
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 97: 中国铁矿石到港量 (万吨)



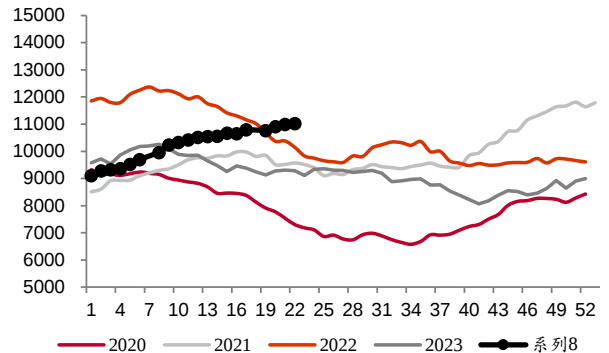
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 98: 进口矿港口库存 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 99: 进口矿钢厂库存 (万吨)

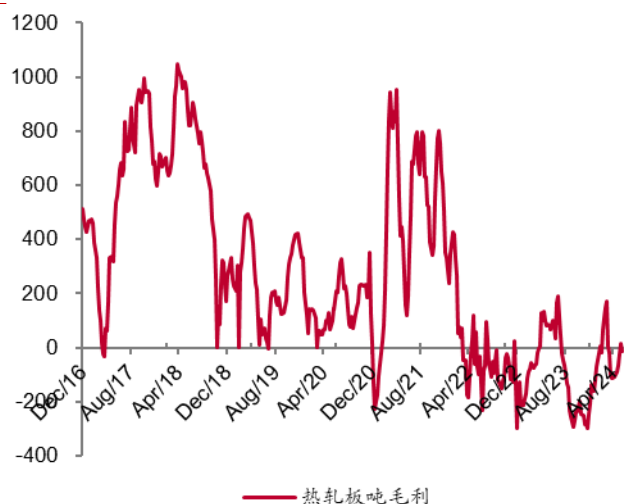


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 吨钢盈利持续下跌: 热轧卷板(3mm)毛利-15元/吨, 毛利率下降0.86pct; 冷轧板(1.0mm)毛利-336元/吨, 毛利率降-1.41pct; 螺纹钢(20mm)毛利-38元/吨, 毛利率降低-1.26pct; 中厚板(20mm)毛利-188元/

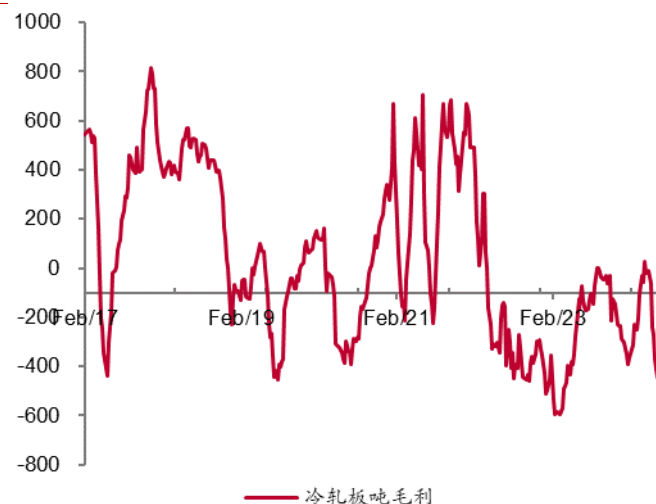
吨，毛利率降-1.51pct。

图表 100: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)



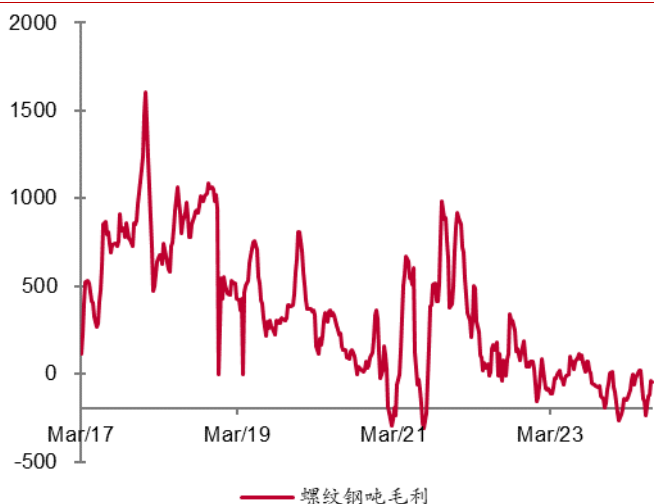
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 100: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 101: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 102: 中厚板毛利变化 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

5.投资建议：维持“增持”评级

- **贵金属**：本周美国通胀数据继续放缓，贵金属价格维持高位，中长期来看，美国十年期国债实际收益率处于2%左右历史高位，降息空间终将打开并带来实际利率的趋势下行，而全球信用格局重塑背景下，贵金属价格将上涨至新高度。
- **大宗金属**：本周国内制造业 PMI 超预期下行，需求转向淡季，商品去库放缓，价格承压，中期看全球制造业复苏周期仍将持续，在供给瓶颈下，基本金属将迎来新一轮景气周期，尤其是铜铝更是如此，我们坚定看好2024年大宗板块的投资表现。

6.风险提示

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

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。。本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。