

**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

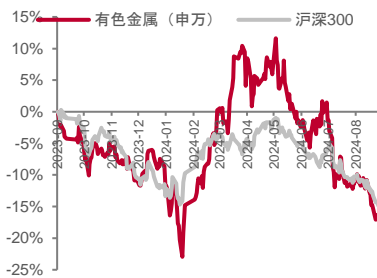
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

**基本状况**

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	23,213.03
行业流通市值(亿元)	20,556.34

**行业-市场走势对比**



**图表：周内商品价格变动**

单位	本周五(9.13) 价格	周度涨跌幅
COMEX黄金 美元/盎司	2,610.70	3.41%
SHFE黄金 元/克	583.58	1.73%
COMEX白银 美元/盎司	31.07	10.26%
SHFE白银 元/千克	7,424	2.47%
LME铜 美元/吨	9,257	3.38%
SHFE铜 元/吨	73,960	1.25%
LME铝 美元/吨	2,473	5.62%
SHFE铝 元/吨	19,745	2.25%
LME铅 美元/吨	2,042	3.65%
SHFE铅 元/吨	16,715	-1.18%
LME锌 美元/吨	2,900	7.19%
SHFE锌 元/吨	23,830	4.29%
LME锡 美元/吨	31,775	3.03%
SHFE锡 元/吨	257,470	1.45%
LME镍 美元/吨	15,920	0.38%
SHFE镍 元/吨	124,110	0.15%

来源：wind、中泰证券研究所

**投资要点**

■ **【本周关键词】：美国 CPI 同比低于预期、黄金 ETF 持仓量继续上升**

■ **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 CPI 同比低于预期，海外黄金 ETF 持仓走高，金价持续刷新历史新高，中长期看，美国远端国债实际收益率处于 2% 左右历史高位，高利率下美国经济压力逐步显现，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，降息临近，旺季需求带动下，整体显著去库，价格明显提振，主要金属延续去库趋势，基本面形成持续支撑。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：大宗金属整体回升**：1) 周内，LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为 3.4%、5.6%、3.7%、7.2%、3.0%、0.4%，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为 1.2%、2.3%、-1.2%、4.3%、1.5%、0.2%；2) COMEX 黄金收于 2610.70 美元/盎司，环比上涨 3.41%，SHFE 黄金收于 583.58 元/克，环比上涨 1.73%；3) **本周有色行业指数跑赢市场**，申万有色金属指数收于 3,725.17 点，环比下跌 1.36%，跑赢上证综指 0.87 个百分点，贵金属、工业金属、能源金属、金属新材料、小金属的涨跌幅分别为 0.52%、-1.22%、-1.73%、-1.77%、-2.71%。

■ **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 CPI 同比 0.6%（前值 0.5%，预期 0.68%），PPI 同比-1.8%（前值-0.8%，预期-1.36%）；8 月 M1 同比-7.3%（前值-6.6%，预期-2.3%），M2 同比 6.3%（前值 6.3%，预期 6.28%）；8 月进口金额同比 0.5%（前值 7.2%，预期 3.55%），出口金额同比 8.7%（前值 7.0%，预期 7.17%）；8 月社会融资规模存量同比 8.1%（前值 8.2%，预期 8.14%）。

2) **美国 8 月 CPI 同比回落，核心 CPI 同比回升**：8 月 CPI 同比 2.6%（前值 2.9%），环比为 0.2%（前值 0.2%，预期 0.2%），核心 CPI 同比 3.3%（前值 3.2%），环比为 0.3%（前值 0.2%，预期 0.2%）。

3) **欧元区 7 月工业生产指数同比回升**：欧元区 7 月工业生产指数同比为-2.2%（前值-4.1%），季调环比为-0.3%（前值 0.0%，预期 0.2%），欧盟工业生产指数同比为-1.7%（前值-3.5%），季调环比为-0.1%（前值 0.1%）。

4) **8 月全球制造业位于荣枯线以下**：8 月全球制造业 PMI 49.5，环比下降 0.2，维持在荣枯线以下。

■ **贵金属：美联储降息预期升温，金价持续新高**

周内，美国 CPI 同比回落，市场对美联储降息预期升温。十年期美债实际收益率 1.58%，环比-0.08pcts，实际收益率模型计算的残差 1645.5 美元/盎司，环比+44.1 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：宏观预期转好，基本金属价格回升**

周内，旺季带动下，主要金属去库明显，基本金属价格整体回升。

**1、对于电解铝，铝市供需面形成强驱动**

**供应方面**，本周电解铝行业供应继续持稳，中国电解铝行业运行产能保持 4347.60 万吨。**需求方面**，国内铝加工企业开工维持增长态势，铝板带、箔等板块逐步向旺季过渡，建筑型材订单也在国内建筑施工季节性转好的带动下开始增量。线缆板块仍处于集中交货期，铝线缆开工向好为主。**库存方面**，国内铝锭库存 77.5 万吨环比下降 6.6 万吨；国内铝棒库存 18.84 万吨，环比下降 0.07 万吨；国内铝锭+铝棒库存 96.3 万吨，环比下降 6.67 万吨；海外方面，截止

9月13日，LME铝库存82.1万吨，环比下降1.25万吨。全球库存178.4万吨，环比下降7.92万吨。

- 1) 氧化铝价格3974元/吨，比上周上升7元/吨，氧化铝成本3095元/吨，环比上升0.02%，吨毛利879元/吨，环比上升2.39%。
- 2) 预焙阳极方面，周内均价4325元/吨，环比下降0.12%；考虑1个月原料库存影响，吨成本4411元/吨，吨毛利-86元/吨，环比下降3.82%；
- 3) 不考虑原料库存，预焙阳极成本4368元/吨，环比下降0.09%，吨毛利-43元/吨。除新疆外100%自备火电的电解铝企业，即时成本17493元/吨，环比上升0.38%，长江现货铝价19750元/吨，环比上升2.97%，吨铝盈利1498元，环比上升28.79%。

总结来看，国内电解铝短期持稳运行，海外出现减产的情况，供应端逐步见顶。而需求端逐步转入旺季，铝需求表现向好，铝社会库存去库良好，基本面供需转向强支撑。下周铝价或在强基本面及宏观不确定的背景下偏强整理为主。

## 2、对于电解铜，基本面宏观双改善指引铜价上涨

供给方面，9月13日SMM进口铜精矿指数（周）4.95美元/吨，较上一期的5.26美元/吨下降0.31美元/吨。需求方面，电网相关订单依然是主要支撑，充电桩类的订单情况也保持强劲。尽管风电和光伏类订单表现不如去年，但仍然维持在合理水平；而地产及基建等中低压工程类订单则相对疲软。整体来看，当前“金九”即将过半，整体市场需求及企业开工维持平稳。库存方面，截至9月13日，海外LME铜库存31.15万吨，环比下降0.605万吨，较去年同期增加16.81万吨。COMEX库存环比上周下降0.013万吨至3.989万吨，较去年同期增1.36万吨。国内库存方面，国内现货库存28.42万吨，环比减少4.15万吨，同比增13.81万吨。全球库存总计63.56万吨，环比下降4.768万吨。

总结来看，铜精矿紧张情绪继续蔓延，现货成交重心再度走低。中秋节前国内电解铜社会库存大幅去库，虽然大量进口铜到货与沪期铜转为BACK结构令现货升水抬升受阻，但下游的积极买盘还是提供了有力支撑。因《公平竞争审查条例》落实执行受到阻力，部分地区反映政府或将放缓落地，若如此废铜供应偏紧预期或有改善。整体来看，短期在旺季及宏观支撑下，铜价将维持偏强震荡。

## 3、对于锌，降息将启，锌价低位回升

供给方面，百川统计国内锌锭周产量9.44万吨，环比+0.07%；需求方面，北方铁塔订单转好，下游提货增多，铁塔及光伏订单有所增加，但护栏、路灯杆等订单依然疲软。库存方面，七地锌锭库存11.34万吨，去库1.05万吨。

## 4、对于钢铁，旺季驱动下，钢材基本面整体偏强

供应方面，目前钢厂点对点仍有利润，长、短流程钢厂复产预期仍维持，但后期复产速度或下降，因为市场或打压钢厂利润以此限制钢厂过快复产；需求方面，本周由于建材表需回升较快，下周表需或呈现回调，但受到旺季因素支撑，叠加十一节前市场或陆续开始炒作补库预期，因此建材表需暂时仍有韧性；另外板材需求或将维持小幅增长，旺季驱动下，下游工厂存在刚需补库行为，这对热卷需求形成支撑。因此就五大钢材总需求而言，旺季支撑下，表需仍有一定韧性；库存方面，五大钢材总库存去库或继续维持，但后期随着产量逐步回升，库存去化程度将逐步趋缓，且矛盾缓慢累积。整体来看，目前在旺季驱动下，钢材基本面整体偏强，短期改善将对价格形成支撑力。

- **风险提示：**宏观波动、政策变动、测算前提假设不及预期、金属价格波动风险、产业政策不及预期的风险、下游消费不及预期的风险、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等

## 内容目录

1.行情回顾.....	- 8 -
1.1 股市行情回顾：美股整体回升、A股整体回落.....	- 8 -
1.2 贵金属：价格维持高位.....	- 9 -
1.3 大宗金属：价格整体回升.....	- 9 -
2.宏观“三因素”运行跟踪：复苏周期仍在延续.....	- 10 -
2.1 中国因素：复苏动能有待提升.....	- 10 -
2.2 美国因素：8月CPI同比回落，核心CPI同比回升.....	- 12 -
2.3 欧洲因素：欧元区7月工业生产指数同比回升.....	- 13 -
2.4 全球因素：8月全球制造业PMI回落且处于荣枯线以下.....	- 14 -
3.贵金属：长期上升趋势不变.....	- 15 -
3.1 流动性压力已过，上行趋势延续.....	- 15 -
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：铝市供需面形成强驱动.....	- 19 -
4.2 铜：宏观基本面双改善推升铜价.....	- 27 -
4.3 锌：市降息临近，锌价低位回升.....	- 31 -
4.4 钢铁：旺季驱动下，钢材基本面整体偏强.....	- 33 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 37 -
6.风险提示.....	- 37 -

**图表目录**

图表 1: 申万一级行业与上证综指周涨跌幅.....	- 8 -
图表 2: 周内子板块涨跌幅表现.....	- 8 -
图表 3: 周内有色金属领涨个股.....	- 9 -
图表 4: 周内有色金属领跌个股.....	- 9 -
图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势.....	- 9 -
图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势.....	- 9 -
图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅.....	- 9 -
图表 8: 国内 CPI 当月同比 (%) .....	- 10 -
图表 9: 国内 PPI 当月同比 (%) .....	- 10 -
图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆) .....	- 11 -
图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米) .....	- 11 -
图表 12: 国内石油沥青装置开工率 (%) .....	- 11 -
图表 13: 国内高炉开工率 (%) .....	- 11 -
图表 14: 美国:Markit 制造业 PMI:季调.....	- 11 -
图表 15: 国内出口金额当月同比 (%) .....	- 11 -
图表 16: 美国 CPI 及核心 CPI 同比 (%) .....	- 12 -
图表 17: 美国 PPI 季调同比及环比 (%) .....	- 12 -
图表 18: 美国失业率季调 (%) .....	- 12 -
图表 19: 美国初请及续请失业金人数季调.....	- 12 -
图表 20: 美联储利率政策市场预期.....	- 13 -
图表 21: 美元指数走势图.....	- 13 -
图表 22: 欧元区工业生产指数同比及环比.....	- 13 -
图表 23: 欧元区 GDP 不变价季调同比与环比 (%) .....	- 13 -
图表 24: 全球制造业与服务业 PMI .....	- 14 -
图表 25: 全球制造业 PMI 分项.....	- 14 -
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) .....	- 15 -
图表 28: 十年期美债收益率与联邦基金利率 (%) .....	- 16 -
图表 29: 通胀预期与真实收益率 (%) .....	- 16 -
图表 30: 金价与十年期美国国债收益率.....	- 16 -
图表 31: 美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系.....	- 16 -
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)	- 17 -
图表 35: 国内央行黄金储备变动	- 17 -
图表 36: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低	- 18 -
图表 37: 平价上网成为现实 (元/度)	- 18 -
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	- 19 -
图表 40: 金银比 (伦敦现货)	- 19 -
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)	- 20 -
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)	- 22 -
图表 50: 铝箔开工率 (%)	- 22 -
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)	- 23 -
图表 54: 国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	- 23 -
图表 55: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	- 23 -
图表 56: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)	- 23 -
图表 57: LME 铝期货库存变动 (万吨)	- 23 -
图表 58: 国内+LME 库存走势对比 (万吨)	- 23 -
图表 59: 氧化铝运行产能 (万吨)	- 24 -
图表 60: 氧化铝库存 (万吨)	- 24 -
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	- 25 -
图表 64: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)	- 25 -
图表 65: 预焙阳极生产成本构成	- 25 -
图表 66: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)	- 25 -
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)	- 26 -



图表 69: 石油焦库存 (万吨)	- 26 -
图表 70: 国内石油焦产能利用率 (%)	- 27 -
图表 71: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)	- 27 -
图表 72: 铜矿 TC/RC	- 27 -
图表 73: 电解铜周度产量 (万吨)	- 28 -
图表 74: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	- 28 -
图表 75: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	- 30 -
图表 76: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)	- 30 -
图表 77: 电解铜月度表观消费变动 (万吨)	- 30 -
图表 78: 电解铜社会库存变动 (万吨)	- 30 -
图表 79: 全球铜库存变动趋势 (万吨)	- 30 -
图表 80: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	- 31 -
图表 81: 电线电缆开工率 (%)	- 31 -
图表 82: 国产及进口锌精矿加工费对比	- 32 -
图表 83: 国产锌精矿分地区加工费	- 32 -
图表 84: 国内锌七地库存 (万吨)	- 32 -
图表 85: LME 锌库存变动趋势 (吨)	- 32 -
图表 86: 镀锌开工率 (%)	- 33 -
图表 87: 镀锌原料库存 (吨)	- 33 -
图表 88: 压铸锌开工率 (%)	- 33 -
图表 89: 压铸锌原料库存 (吨)	- 33 -
图表 90: 氧化锌开工率 (%)	- 33 -
图表 91: 氧化锌原料库存 (吨)	- 33 -
图表 92: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨)	- 34 -
图表 93: 本周库存波动对比 (万吨)	- 34 -
图表 94: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)	- 34 -
图表 95: 五大品种周度产量合计 (万吨)	- 34 -
图表 96: 历年五大品种社库波动 (万吨)	- 35 -
图表 97: 历年五大品种厂库波动 (万吨)	- 35 -
图表 98: 五大品种总表观消费量 (万吨)	- 35 -
图表 99: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)	- 35 -
图表 100: 钢铁主要生产要素价格一览	- 35 -
图表 101: 进口矿港口库存 (万吨)	- 36 -
图表 102: 进口矿钢厂库存 (万吨)	- 36 -
图表 103: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 36 -

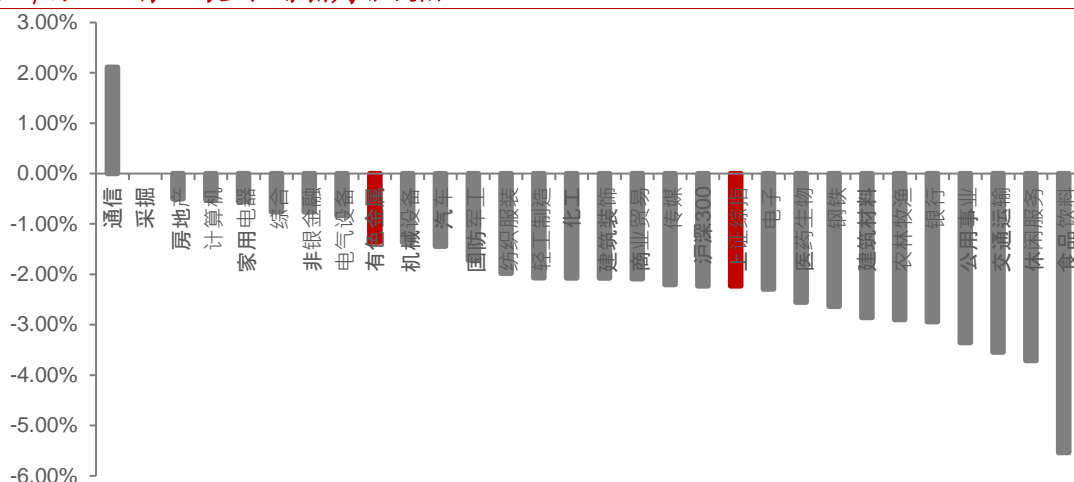
图表 104: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨) .....	- 36 -
图表 105: 螺纹钢毛利变化 (元/吨) .....	- 37 -
图表 106: 中厚板毛利变化 (元/吨) .....	- 37 -

## 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↑2.60%，纳斯达克↑5.95%，标普上4.02%）。
- 本周A股整体回落：上证指数收于2,704.09点，环比下跌2.23%；深证成指收于7,983.55点，环比下跌1.81%；沪深300收于3,159.25点，环比下跌2.23%；申万有色金属指数收于3,725.17点，环比下跌1.36%，跑赢上证综指0.87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、能源金属、金属新材料、小金属的涨跌幅分别为0.52%、-1.22%、-1.73%、-1.77%、-2.71%。

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	2024.09.14市 值(亿元)	2024.09.06市 值(亿元)	周涨跌幅
600490.SH	鹏欣资源	52.00	45.59	14.1%
300328.SZ	宜安科技	40.87	38.11	7.2%
000975.SZ	山金国际	463.71	437.61	6.0%
603978.SH	深圳新星	18.41	17.46	5.4%
603399.SH	吉翔股份	32.78	31.23	5.0%
605376.SH	博迁新材	53.99	52.37	3.1%
000612.SZ	焦作万方	62.47	60.92	2.5%
002756.SZ	永兴材料	174.45	171.16	1.9%
300811.SZ	铂科新材	106.84	105.13	1.6%
000603.SZ	盛达资源	69.55	68.51	1.5%

来源: wind, 中泰证券研究所

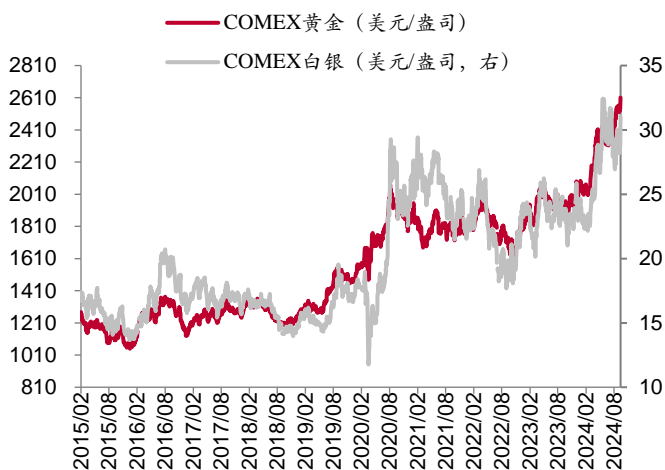
**图表 4: 周内有色金属领跌个股**

证券代码	证券名称	2024.09.14市 值(亿元)	2024.09.06市 值(亿元)	周涨跌幅
600110.SH	诺德股份	47.50	52.74	-9.9%
002806.SZ	华锋股份	16.22	18.01	-9.9%
300337.SZ	银邦股份	60.82	65.67	-7.4%
688456.SH	有研粉材	27.29	28.91	-5.6%
603993.SH	洛阳钼业	1410.43	1492.51	-5.5%
002824.SZ	和胜股份	35.00	36.98	-5.4%
003038.SZ	鑫铂股份	29.50	31.04	-5.0%
688077.SH	大地熊	15.66	16.44	-4.8%
603979.SH	金诚信	223.37	234.55	-4.8%
600114.SH	东睦股份	87.90	92.03	-4.5%

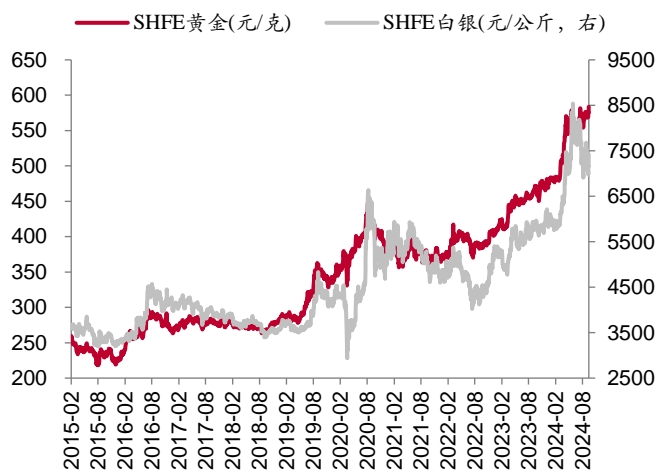
来源: wind, 中泰证券研究所

## 1.2 贵金属: 价格维持高位

- 周内, 美国 CPI 同比回落, 市场对美联储降息 25bp 的预期升温, 降息临近, 贵金属价格有所回升。截至 9 月 13 日, COMEX 黄金收于 2610.70 美元/盎司, 环比上涨 3.41%; COMEX 白银收于 31.07 美元/盎司, 环比上涨 10.26%; SHFE 黄金收于 583.58 元/克, 环比上涨 1.73%; SHFE 白银收于 7424 元/千克, 环比上涨 2.47%。

**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: 价格整体回升

- 美国 CPI 数据公布后市场对美联储降息 25 个基点的押注增加, 国内房地产利好政策和资金落地预期提升, 市场风险偏好改善, 宏观情绪好转, 基本金属价格整体回升。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为 3.4%、5.6%、3.7%、7.2%、3.0%、0.4%。

**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	9,257	6,082	3.4%	10.1%	52.2%	74.3%
	SHFE	73,960	48,020	1.2%	6.0%	54.0%	
铝	LME	2,473	1,794	5.6%	12.6%	37.8%	43.2%
	SHFE	19,745	14,100	2.3%	2.1%	40.0%	
铅	LME	2,042	1,988	3.7%	-9.8%	2.7%	37.2%
	SHFE	16,715	14,850	-1.2%	-2.3%	12.6%	
锌	LME	2,900	2,373	7.2%	15.3%	22.2%	47.1%
	SHFE	23,830	18,160	4.3%	8.7%	31.2%	
锡	LME	31,775	17,200	3.0%	22.8%	84.7%	51.9%
	SHFE	257,470	137,340	1.5%	17.6%	87.5%	
镍	LME	15,920	13,375	0.4%	-20.1%	19.0%	31.7%
	SHFE	124,110	105,850	0.2%	-23.8%	17.3%	

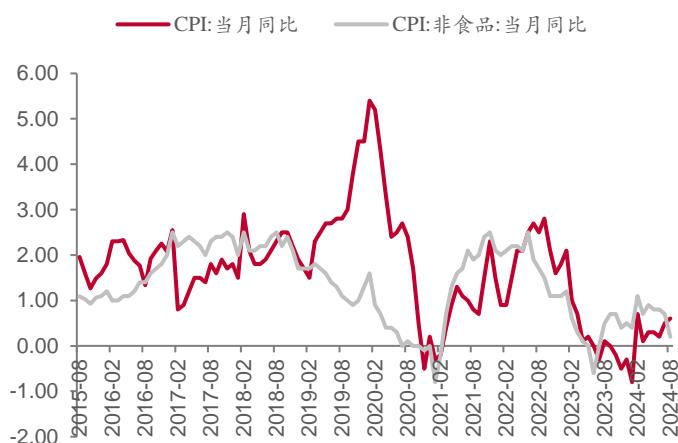
来源: wind, 中泰证券研究所, 注: LME 金属单位为美元/吨, SHFE 金属单位为元/吨。

## 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

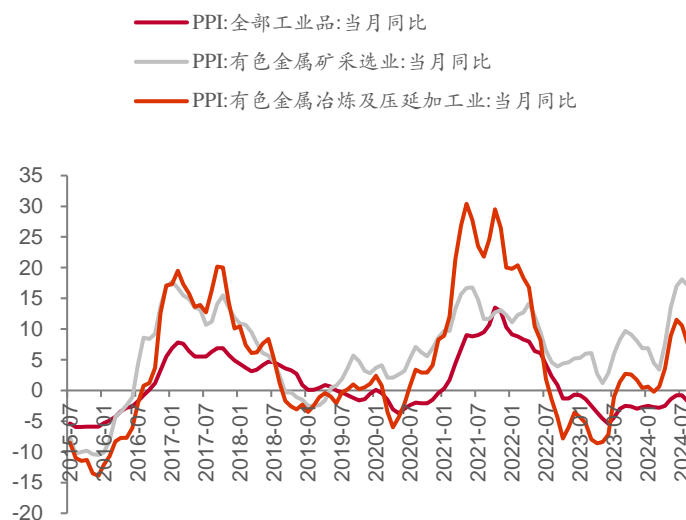
- 价格数据弱于预期、金融数据显示韧性。** 本周披露国内 8 月 CPI 同比为 0.6% (前值 0.5%, 预期 0.68%), PPI 同比为 -1.8% (前值 -0.8%, 预期 -1.36%); 8 月外汇储备 32,882.15 亿美元 (前值 32,563.72 亿美元, 预期 33,000 亿美元), 黄金储备 7,280 万盎司 (前值 7,280 万盎司); 8 月 M0 同比为 12.0% (前值 12.0%), M1 同比为 -7.3% (前值 -6.6%, 预期 -2.3%), M2 同比为 6.3% (前值 6.3%, 预期 6.28%); 8 月进口金额当月同比为 0.5% (前值 7.2%, 预期 3.55%), 出口金额当月同比为 8.7% (前值 7.0%, 预期 7.17%); 8 月社会融资规模当月值 30,311 亿元 (前值 7,707 亿元, 预期 27,044.44 亿元), 社会融资规模存量同比为 8.1% (前值 8.2%, 预期 8.14%); 8 月工业增加值当月同比为 4.5% (前值 5.1%, 预期 4.77%)。

图表 8: 国内 CPI 当月同比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

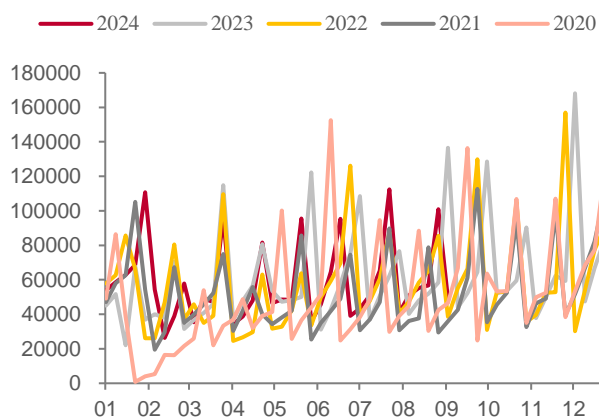
图表 9: 国内 PPI 当月同比 (%)



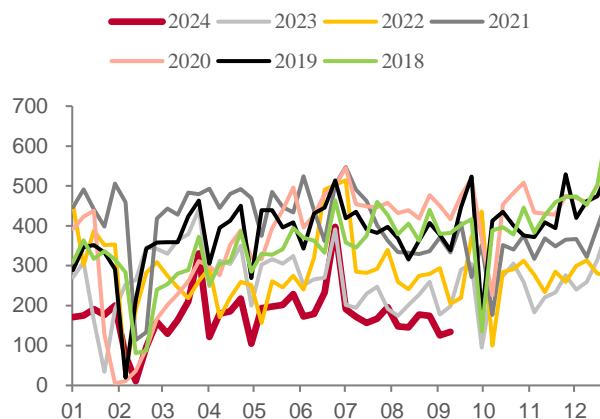
来源: Wind, 中泰证券研究所

- 国内高频数据跟踪: 汽车消费回落、地产数据回升**

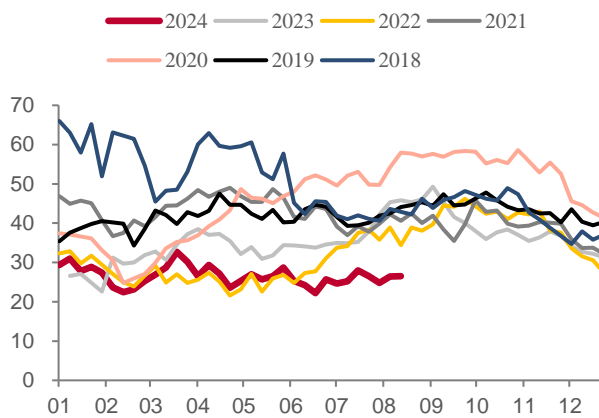
消费端：汽车消费回落，周内乘用车日均销量为 48,475 辆，环比-51.93%；投资端：地产数据回升，本周国内 30 大中城市商品房成交面积 133.95 万平方米，环比+6.64%；生产端：石油沥青装置开工率为 25.50%，环比-3.10pcts，高炉开工率为 77.65%，环比持平；出口端：美国 8 月 Markit 制造业 PMI 为 47.9，环比-1.7，8 月出口金额当月同比为 8.7%（前值 7.0%，预期 7.17%）。

**图表 10：国内乘用车日均销量（辆）**


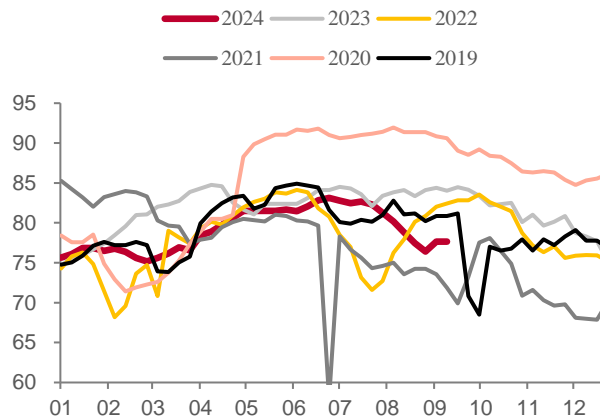
来源：Wind，中泰证券研究所

**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

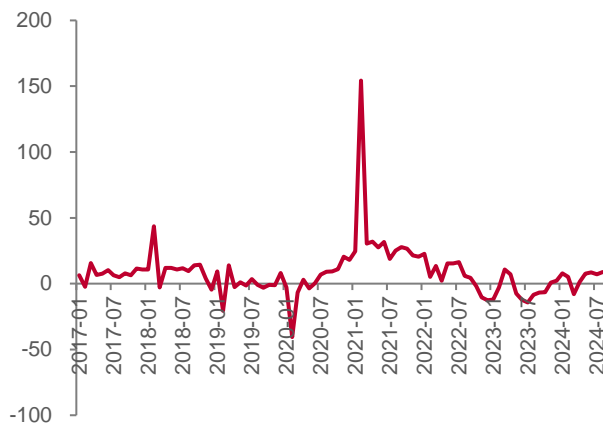
**图表 13：国内高炉开工率（%）**


来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 14：美国:Markit 制造业 PMI:季调**
**图表 15：国内出口金额当月同比（%）**



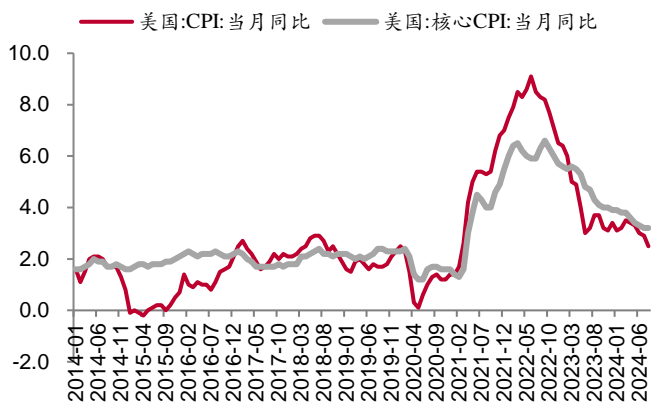
来源: Wind, 中泰证券研究所



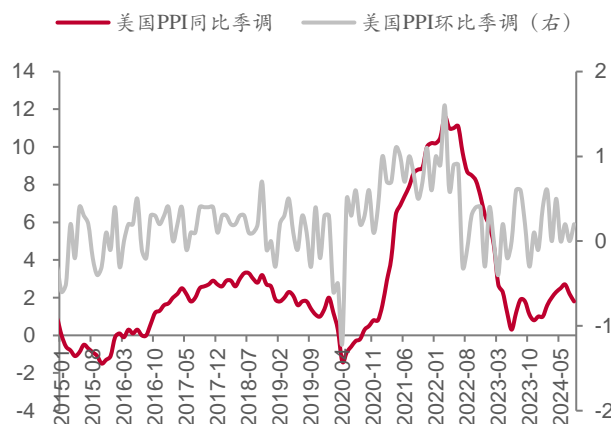
来源: Wind, 中泰证券研究所

## 2.2 美国因素：8月CPI同比回落，核心CPI同比回升

- 美国8月CPI同比回落，核心CPI同比回升。**本周披露美国8月CPI季调同比为2.6%（前值2.9%），环比为0.2%（前值0.2%，预期0.2%），核心CPI季调同比为3.3%（前值3.2%），环比为0.3%（前值0.2%，预期0.2%）；8月PPI最终需求季调同比为1.8%（前值2.2%，预期1.8%），环比为0.2%（前值0.0%，预期0.1%），核心PPI季调同比为2.4%（前值2.3%，预期2.5%），环比为0.3%（前值-0.2%，预期0.2%）。

**图表 16: 美国CPI及核心CPI同比 (%)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

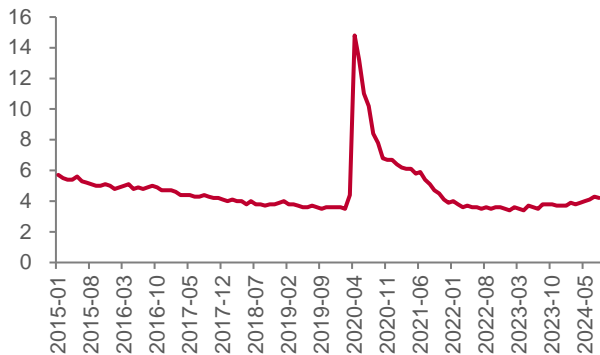
**图表 17: 美国PPI季调同比及环比 (%)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 美国失业数据有所回升。**本周披露美国9月7日当周初请失业金人数季调为23.0万人（前值22.8万人，预期22.7万人），美国8月31日续请失业金人数为185.0万人（前值184.5万人）。

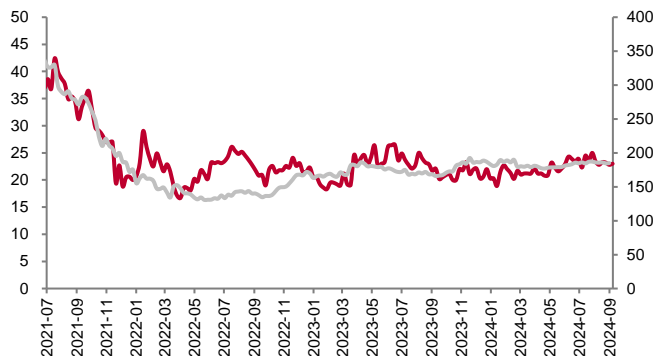
**图表 18: 美国失业率季调 (%)**
**图表 19: 美国初请及续请失业金人数季调**

美国:失业率:季调



来源: Wind, 中泰证券研究所

— 美国当周初次申请失业金人数季调 (万人)  
— 美国持续领取失业金人数季调 (万人, 右)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 20: 美联储利率政策市场预期

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	175-200	200-225	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%	67.0%	33.0%
2024/11/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.2%	51.7%	18.1%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.9%	45.0%	28.5%	5.6%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.8%	33.4%	36.5%	16.6%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	20.7%	34.7%	27.7%	10.5%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	19.4%	33.6%	28.3%	12.0%	2.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	3.1%	15.1%	29.5%	29.8%	16.7%	5.1%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	1.2%	7.6%	20.4%	29.6%	24.9%	12.3%	3.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.2%	2.5%	10.2%	22.3%	28.6%	22.3%	10.5%	2.8%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源: CME, 中泰证券研究所, 注: 截至 2024 年 09 月 16 日

图表 21: 美元指数走势图



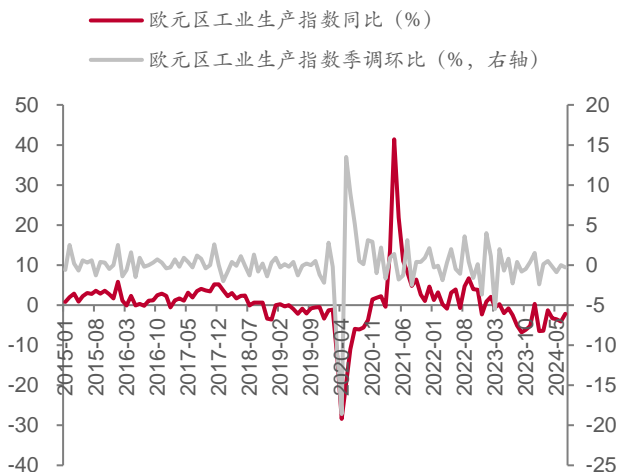
来源: Wind, 中泰证券研究所

### 2.3 欧洲因素: 欧元区 7 月工业生产指数同比回升

- 欧元区 7 月工业生产指数同比回升。本周披露欧元区 7 月工业生产指数同比为-2.2% (前值-4.1%), 季调环比为-0.3% (前值 0.0%, 预期 0.2%), 欧盟工业生产指数同比为-1.7% (前值-3.5%), 季调环比为-0.1% (前值 0.1%)。

图表 22: 欧元区工业生产指数同比及环比

图表 23: 欧元区 GDP 不变价季调同比与环比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

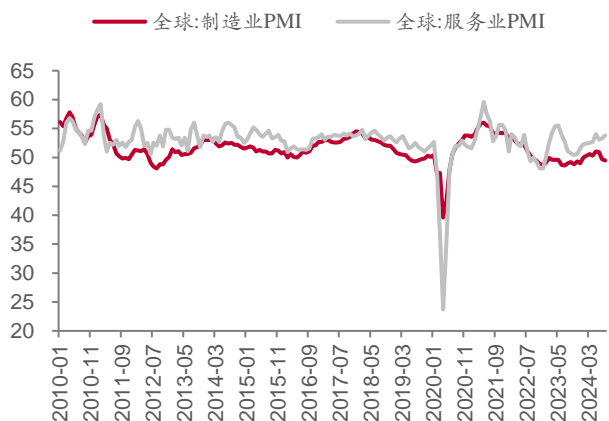


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 2.4 全球因素：8月全球制造业 PMI 回落且处于荣枯线以下

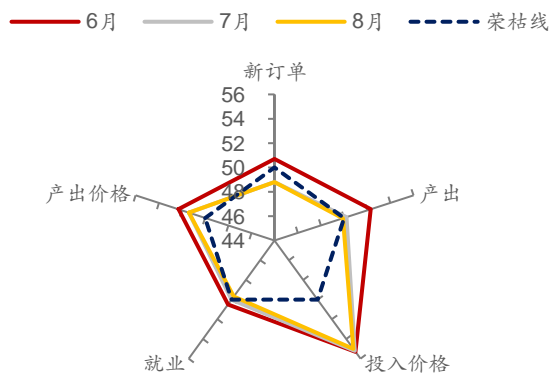
- 全球 8 月制造业景气度回落。8 月全球制造业 PMI 为 49.5，环比下降 0.2，处于荣枯线以下，全球经济复苏动能仍有进一步提升空间。

图表 24：全球制造业与服务业 PMI



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25：全球制造业 PMI 分项



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	49.7	51.3
希腊	53.2	54.0	54.9	55.2	56.9	55.7	54.7	51.3	50.9	50.8	50.3	52.9	53.5	51.8	51.5	52.4	52.8	51.7
西班牙	51.0	52.3	54.0	52.2	51.4	51.5	49.2	46.2	46.3	45.1	47.7	46.5	47.8	48.0	48.4	49.0	51.3	50.7
英国	52.1	50.9	51.2	49.1	50.3	47.5	47.3	46.2	47.2	44.8	44.3	43.0	45.3	46.5	47.1	47.8	47.9	49.3
新西兰	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

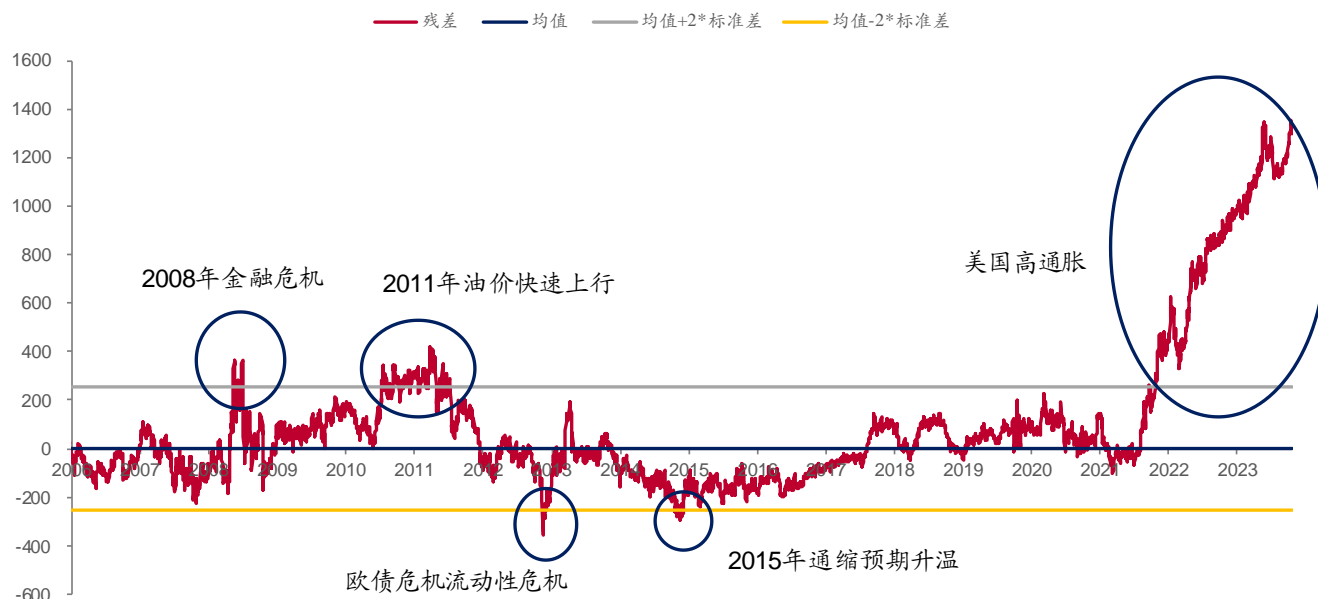
来源: wind, MacroMicro, Bloomberg, 中泰证券研究所

### 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9月13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2.08%, 10年期国债实际收益率环比回落至1.58%; 截至9月13日, COMEX黄金收于2610.70美元/盎司, 环比上涨3.41%; COMEX白银收于31.07美元/盎司, 环比上涨10.26%; SHFE黄金收于583.58元/克, 环比上涨1.73%; SHFE白银收于7424元/千克, 环比上涨2.47%。

图表 28: 十年期美债收益率与联邦基金利率 (%)



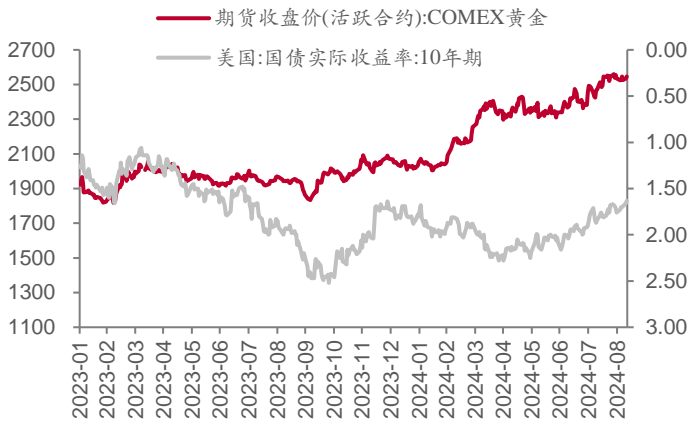
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 29: 通胀预期与真实收益率 (%)



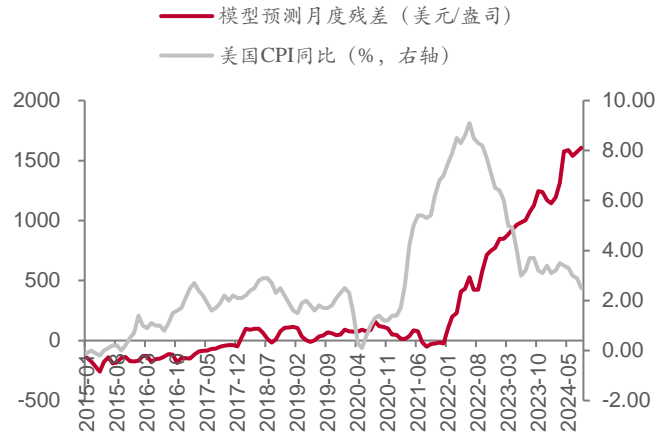
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 30: 金价与十年期美国国债收益率



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 31: 美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系



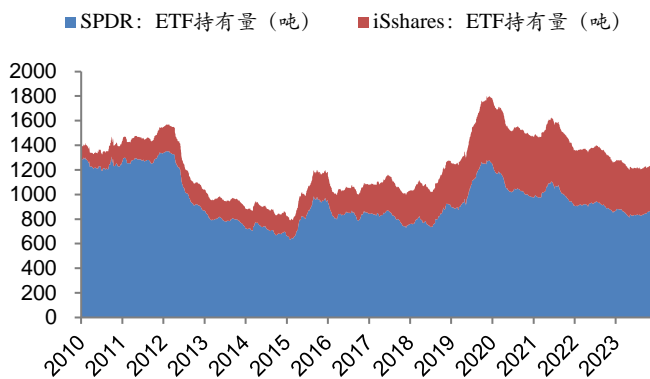
来源: Wind, 中泰证券研究所

### 3.2 黄金 ETF 持仓环比回升, COMEX 非商业多头结构延续

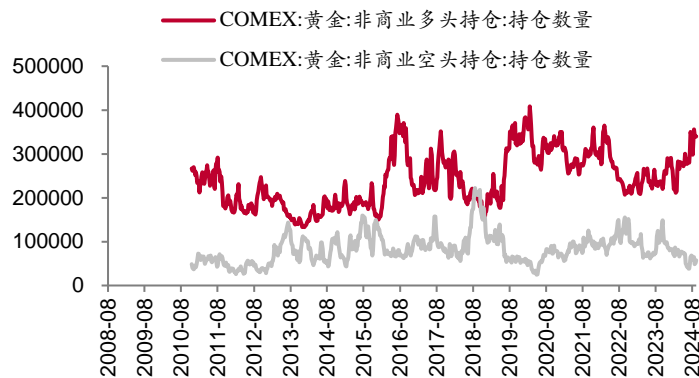
- 黄金 ETF 持仓环比回升, COMEX 净多头结构延续。截至9月13日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,239.05 吨, 环比增加 8.33 吨。截至9月10日, COMEX 黄金非商业多头持仓回升至 34.00 万张附近 (前值 33.92 万张), 同时非商业空头持仓回升至 5.75 万张附近 (前值 5.16 万张附近), 净多头持仓量回落至 28.25 万张 (前值 28.76 万张)。

图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)

图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)

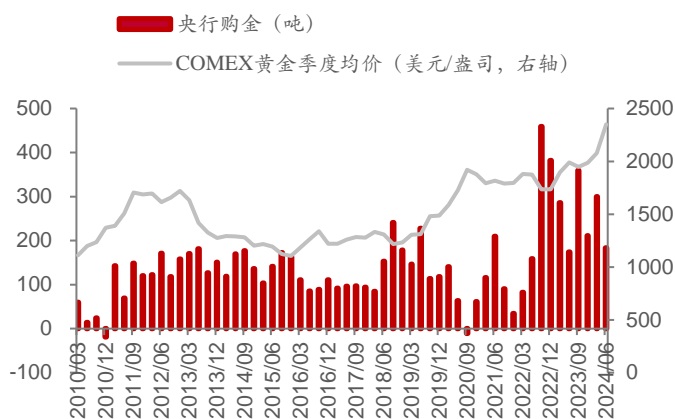


来源: Wind, 中泰证券研究所



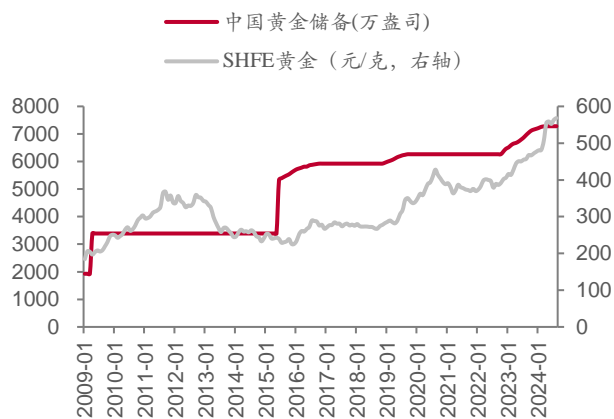
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 34: 全球央行购金 (单位: 吨)**



来源: Wind, 世界黄金协会, 中泰证券研究所

**图表 35: 国内央行黄金储备变动**



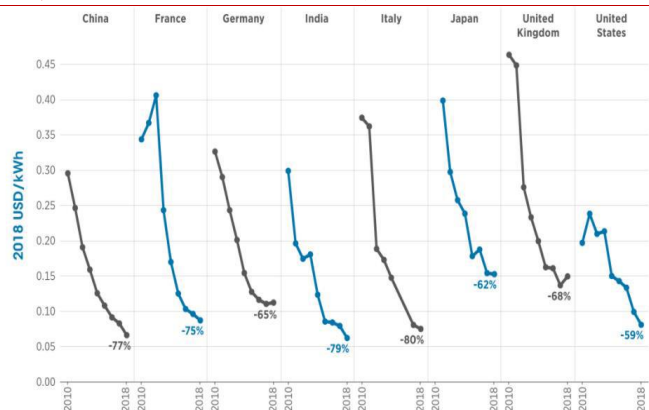
来源: Wind, 中泰证券研究所

### 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

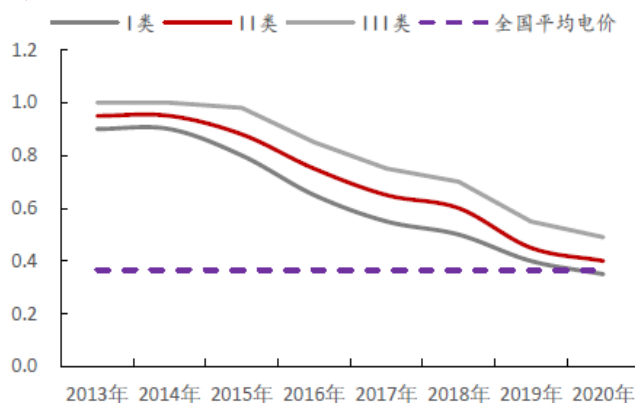
3%，随着平价时代到来以及光伏发电成本的进一步降低，光伏发电的渗透率也将进一步提升，未来具备广阔成长空间。

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
<b>供给合计</b>	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
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
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
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
<b>需求合计</b>	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
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
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
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
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
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
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
<b>供需平衡</b>	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 9 月 13 日, 当前金银比 85.94, 环比回落 0.96。

**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: 铝市供需面形成强驱动

- **供给维持稳定**。供应方面, 本周电解铝行业暂时并没有增减产情况, 行业运行产能持稳, 保持在 4347.6 万吨。
- **无新增复产产能**。截至 2024 年 9 月 13 日, 2024 年中国电解铝总复产规模 161 万吨, 已复产 126.5 万吨, 待复产 34.5 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	待定	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	2024/9	0	2.5	2.5
四川	四川启明星铝业有限责任公司	12.5	2.5	2024/9	12.5	12.5	12.5
四川	阿坝铝厂	2.5	2.5	2024/9	0	2.5	2.5
云南	云铝集团	61	61	2024/3	0	0	61
云南	云南神火铝业有限公司	36	36	2024/3	0	0	36
云南	云南宏泰新型材料有限公司	10	8	2024/3	2	2	10
云南	云南其亚金属有限公司	16.5	16.5	2024/4	0	0	16.5
	总计	161	126.5		34.5	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 9 月 13 日, 2024 年中国电解铝已建成且待投产的新产能 348 万吨, 已投产 17 万吨。

**图表 43: 电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况 (单位: 万吨)**

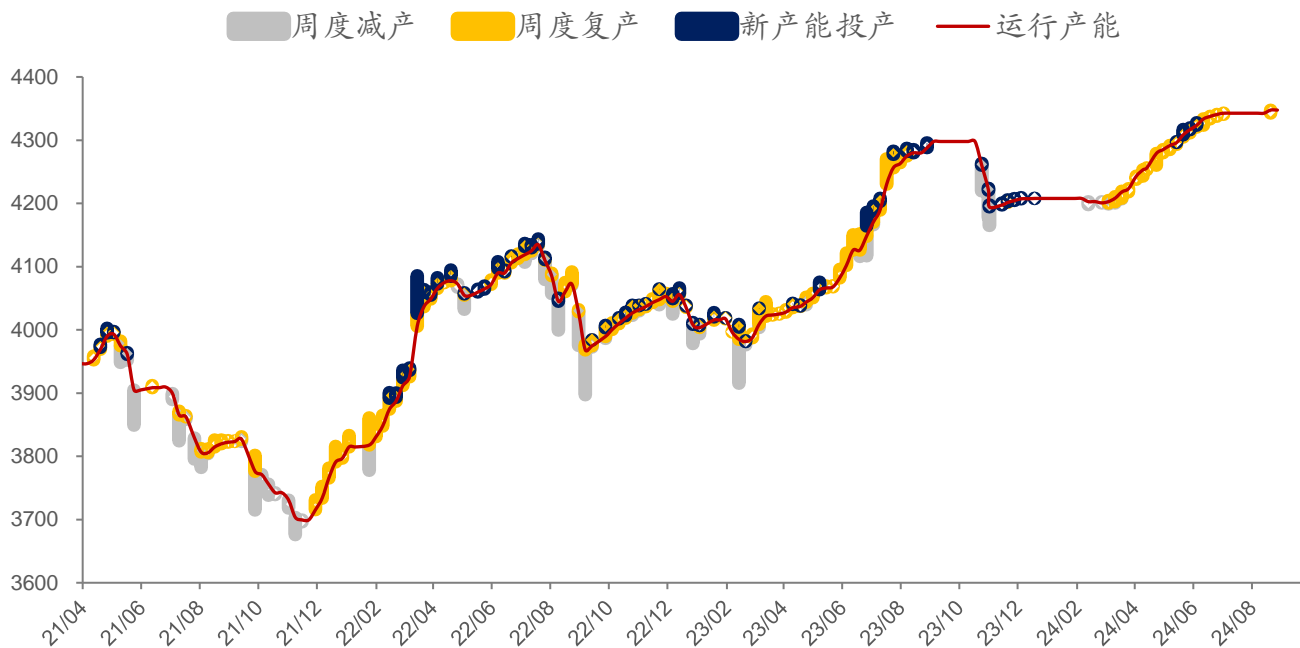
省份	企业	新产能规模	已投产	始投产时间	待投产	预期年内还可投产	预期年内最终实现累计
贵州	贵州省六盘水双元铝业有限责任公司	10	0	2024 年三季度	0	10	10
内蒙古	内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司扎哈淖尔分公司	35		2024 年末			
内蒙古	内蒙古华云新材料有限公司	42	17	2024/5 月	0	25	42
青海	中国铝业股份有限公司青海分公司	10					
新疆	新疆农六师铝业有限公司准东项目	55	0	2024 年四季度	0	20	20
内蒙古	内蒙古东山铝业有限公司	50		2024 年 12 月	0		
云南	云南宏泰新型材料有限公司	53	0	待定	0	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 9 月 13 日, 国内电解铝运行产能为 4347.6 万吨, 较上周保持不变。

**图表 44: 国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨)**

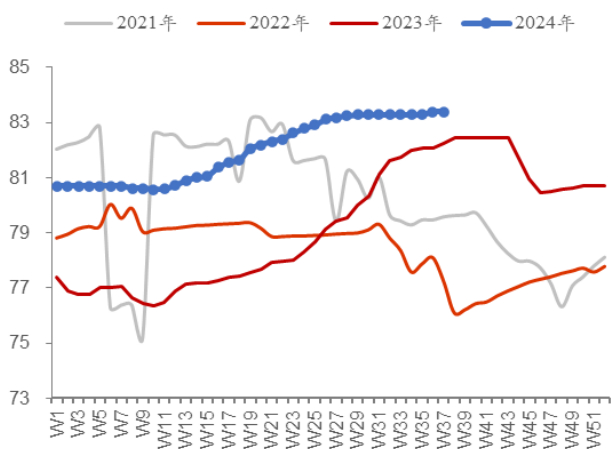




来源：百川、中泰证券研究所

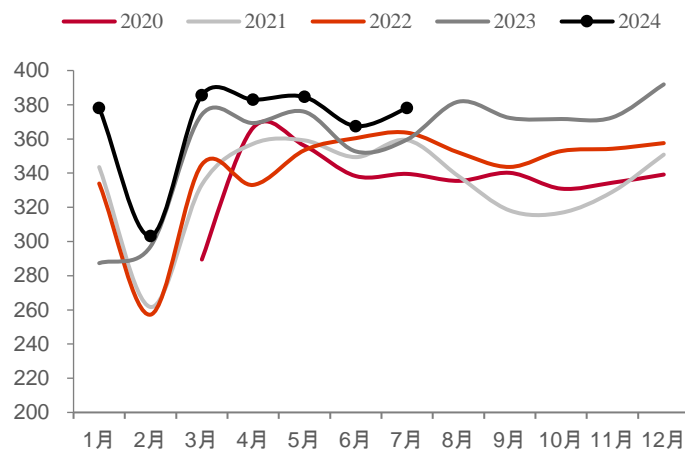
- **电解铝产量环比持平。**根据百川，本周电解铝产量 83.38 万吨，环比保持不变。

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)

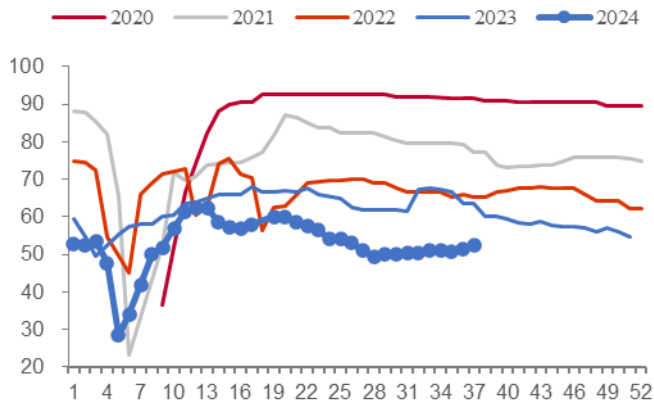


来源：百川、中泰证券研究所

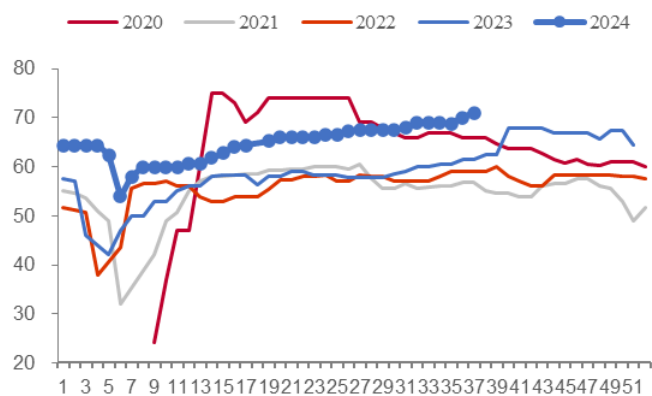
- **铝加工企业开工维持增长态势：**截止 2024 年 9 月 13 日，铝加工企业平均开工率为 63.5%，环比增加 0.6PCT。周内国内铝加工企业开工维持增长态势，铝板带、箔等版块逐步向旺季过渡，建筑型材订单也在国内建筑施工季节性转好的带动下开始增量。线缆版块仍处于集中交货期，铝线缆开工向好为主。

图表 47: 铝型材开工率 (%)

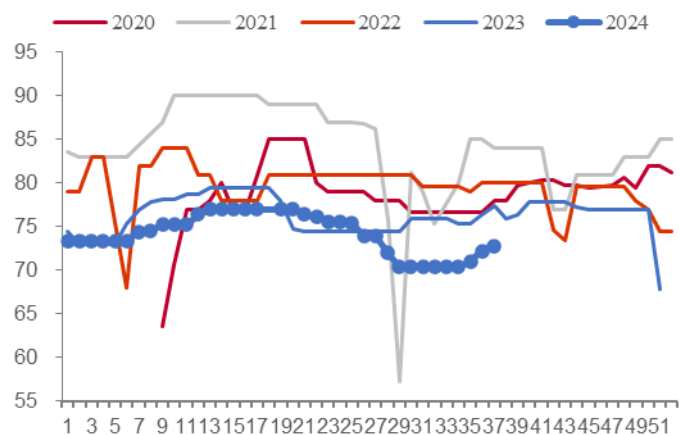
图表 48: 铝线缆开工率 (%)



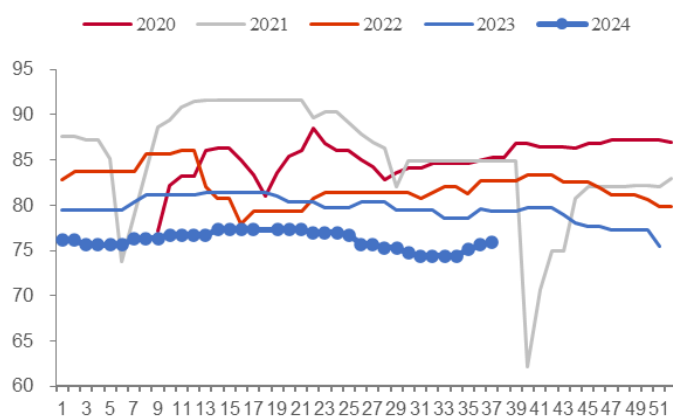
来源：百川，中泰证券研究所

**图表 49：铝板带开工率（万吨）**


来源：百川，中泰证券研究所

**图表 50：铝箔开工率（%）**


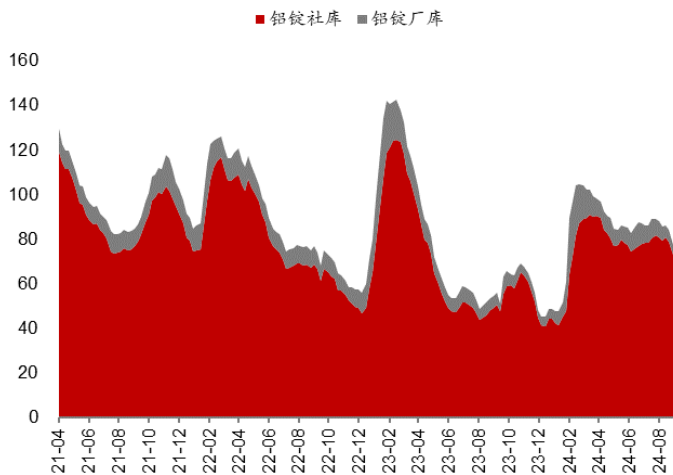
来源：百川，中泰证券研究所

**图表 51：国内铝锭总库存走势（万吨）**


来源：百川，中泰证券研究所

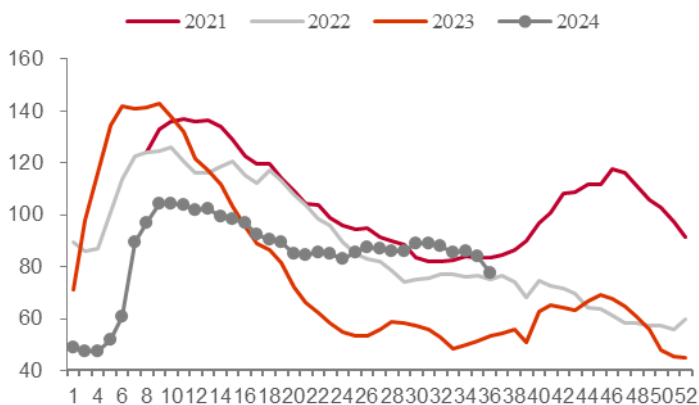
**图表 52：国内铝棒总库存走势（万吨）**

- 国内外去库顺畅：** 2024 年 9 月 13 日，根据钢联统计，国内铝锭库存 77.5 万吨环比下降 6.6 万吨；国内铝棒库存 18.84 万吨，环比下降 0.07 万吨；国内铝锭+铝棒库存 96.3 万吨，环比下降 6.67 万吨。本周华东地区现货去库明显，下游逢低补库，需求转好，现货升水逐日转好。中秋小长假节前下游备库需求增长，带动现货基差向好；海外方面，截止 9 月 13 日，LME 铝库存 82.1 万吨，环比下降 1.25 万吨。全球库存 178.4 万吨，环比下降 7.92 万吨。



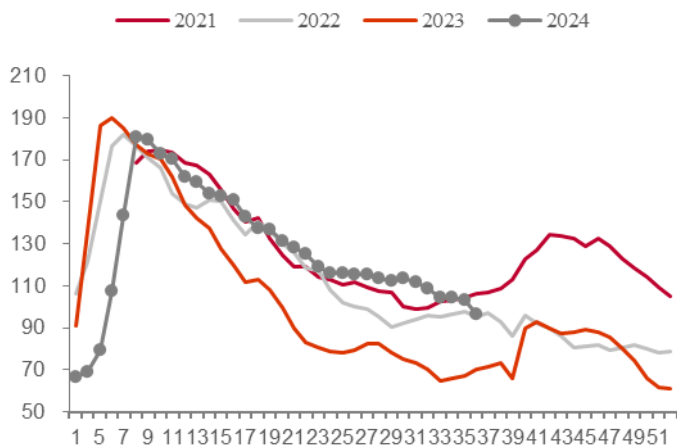
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 53：国内铝锭年度社会库存走势对比（万吨）



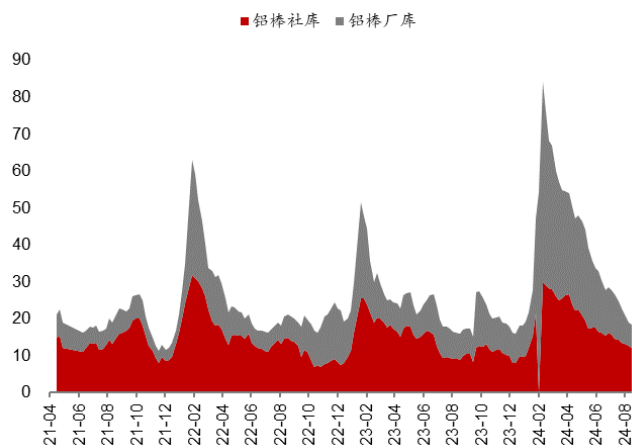
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 55：国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比（万吨）



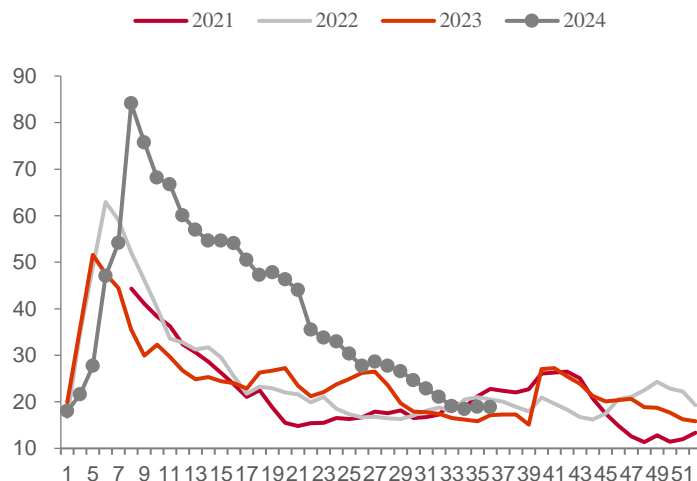
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 57：LME 铝期货库存变动（万吨）



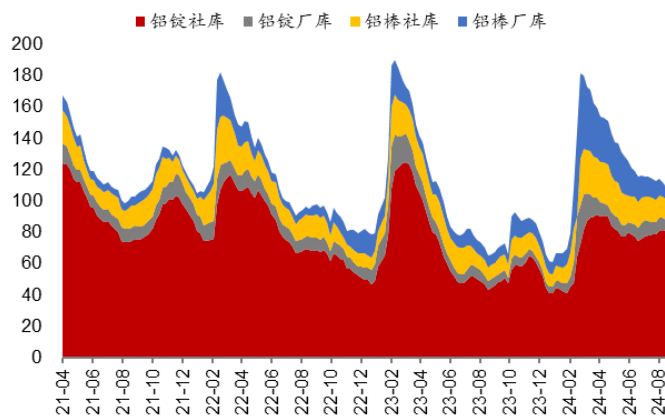
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 54：国内铝棒年度总库存走势对比（万吨）



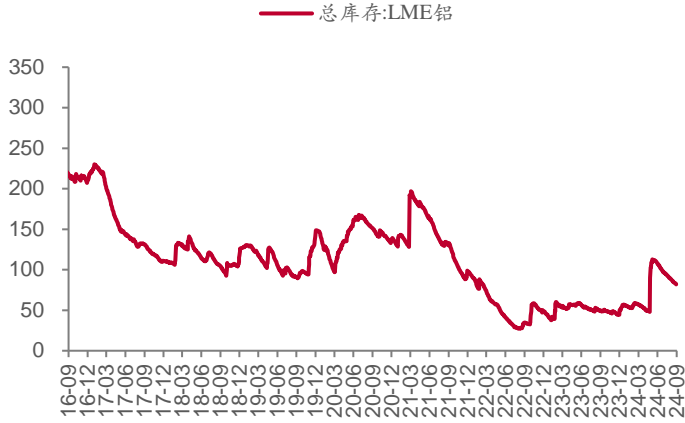
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 56：国内铝锭及铝棒总库存走势（万吨）

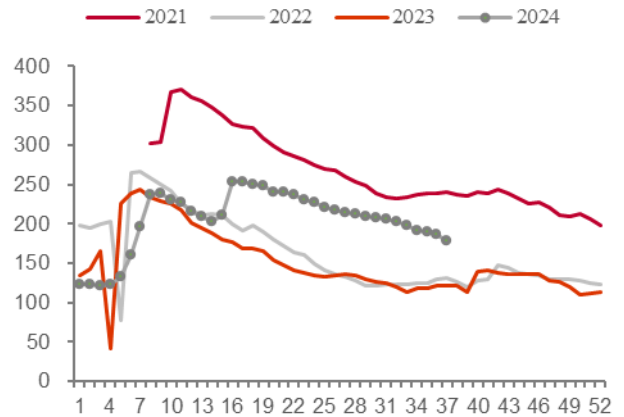


来源：钢联，中泰证券研究所

图表 58：国内+LME 库存走势对比（万吨）



来源：钢联，中泰证券研究所



来源：钢联，中泰证券研究所

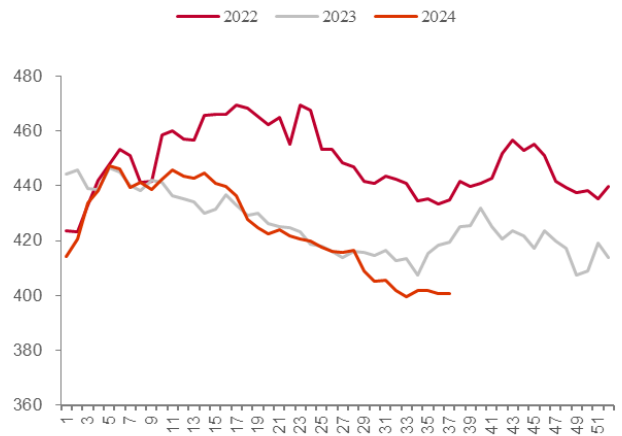
- **氧化铝去库，紧平衡格局延续：**2024年9月13日，根据钢联统计，氧化铝建成产能 9965 万吨，环比保持不变；运行产能 8530 万吨，环比增长 120 万吨，主因前期检修的部分氧化铝产能恢复正常运行；库存从上周 400.9 万吨降至 400.8 万吨。

图表 59：氧化铝运行产能（万吨）



来源：钢联，中泰证券研究所

图表 60：氧化铝库存（万吨）



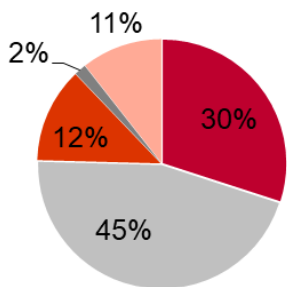
来源：钢联，中泰证券研究所

- **即时盈利扩张。**截至 9 月 13 日，氧化铝价格 3974 元/吨，比上周上升 7 元/吨，氧化铝成本 3095 元/吨，环比上升 0.02%，吨毛利 879 元/吨，环比上升 2.39%。预焙阳极方面，周内均价 4325 元/吨，环比下降 0.12%；考虑 1 个月原料库存影响，吨成本 4411 元/吨，吨毛利-86 元/吨，环比下降 3.82%；不考虑原料库存，预焙阳极成本 4368 元/吨，环比下降 0.09%，吨毛利-43 元/吨。除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 17493 元/吨，环比上升 0.38%，长江现货铝价 19750 元/吨，环比上升 2.97%，吨铝盈利 1498 元，环比上升 28.79%。具体走势如下：

图表 61：电解铝的完全成本构成

图表 62：电解铝成本、利润情况（元/吨）

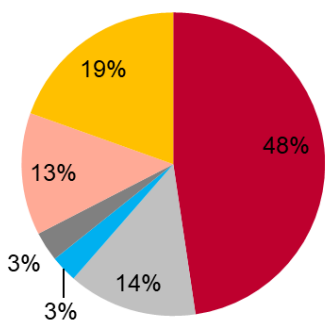
■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

**图表 63: 氧化铝生产成本构成**

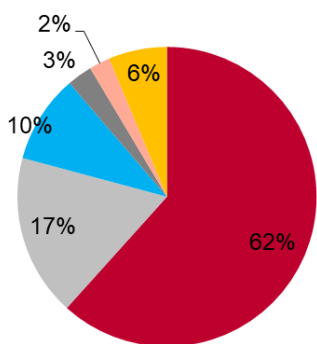
■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰 ■ 电力 ■ 其他能源 ■ 其他成本



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

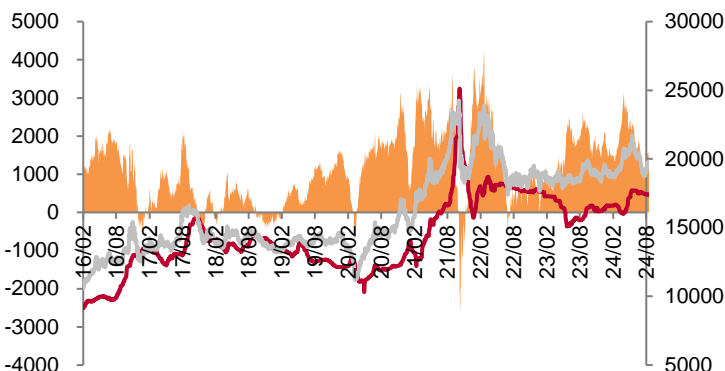
**图表 65: 预焙阳极生产成本构成**

■ 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

■ 利润 ■ 完全成本 (右轴) ■ 长江现货价格 (右轴)

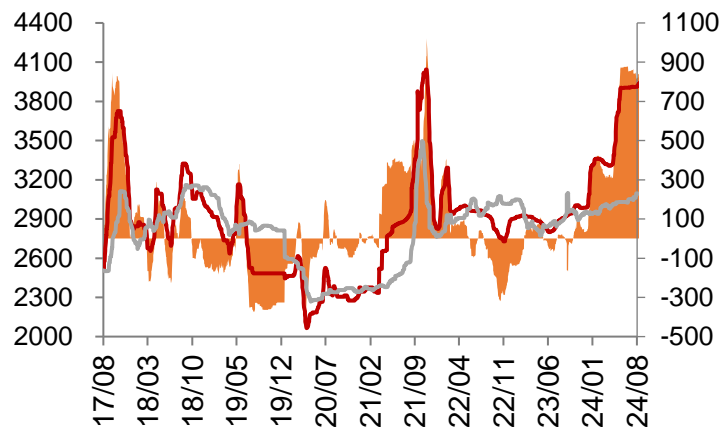


来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

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 64: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)**

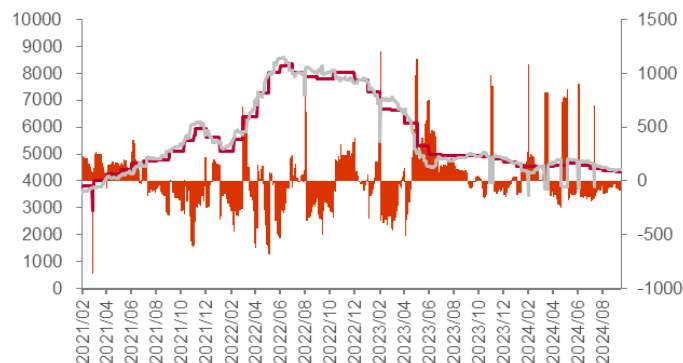
■ 利润 (右轴) ■ 价格 ■ 氧化铝成本



来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

**图表 66: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)**

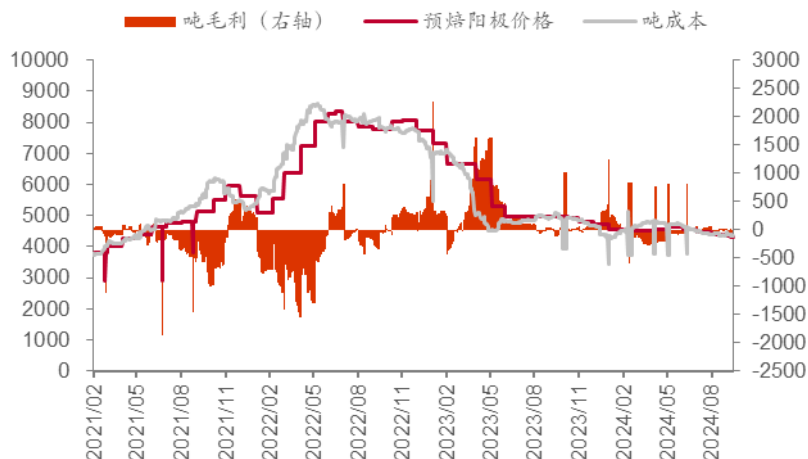
■ 吨毛利 (右轴) ■ 预焙阳极价格 ■ 吨成本



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)**

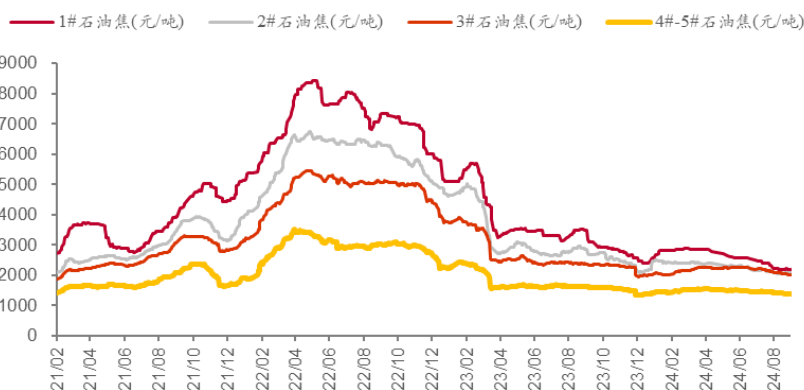


来源：SMM，中泰证券研究所

注：不考虑企业原料库存影响，采用原料现货价格

- **石油焦价格涨跌有限。**截止 9 月 13 日，1#石油焦价格 2205 元/吨，周环比上升 0.2%，同比下降 36.7%。2#石油焦价格 2082 元/吨，周环比保持不变，同比下降 27.3%。3#石油焦价格为 2023 元/吨，周环比下降 0.8%，同比下降 15.2%。4#-5#石油焦价格为 1373 元/吨，周环比下降 0.4%，同比下降 15.9%。

**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 9 月 13 日，石油焦库存总量 445 万吨，环比下降 2.77%，同比下降 0.85%

**图表 69：石油焦库存 (万吨)**

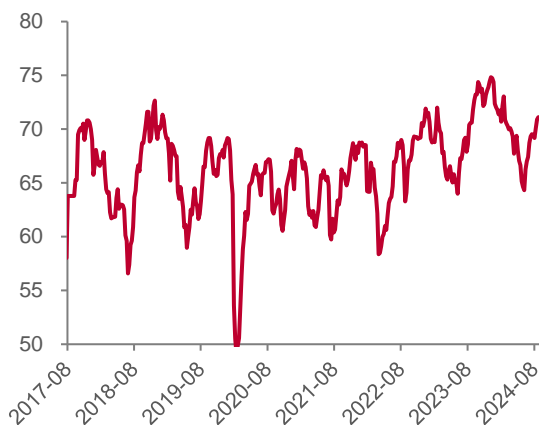




来源：钢联、中泰证券研究所

- **石油焦开工率上涨。**截止 9 月 13 日，国内石油焦开工率为 71.1%，环比下降 0.03pct。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)

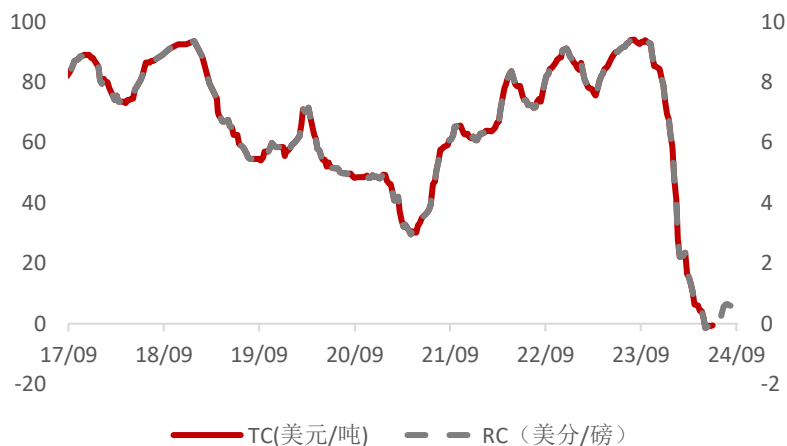


来源：钢联、中泰证券研究所

#### 4.2 铜: 宏观基本面双改善推升铜价

- **铜精矿加工费下降。**9 月 13 日 SMM 进口铜精矿指数 (周) 报 4.95 美元/吨，较上一期的 5.26 美元/吨下降 0.31 美元/吨。

图表 72: 铜矿 TC/RC



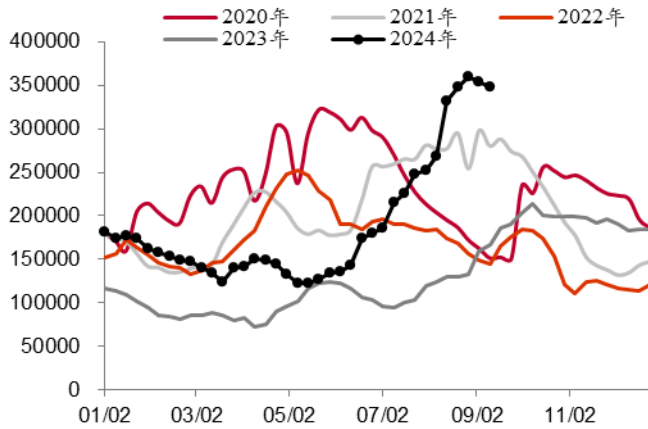


公司名称	粗炼产能	精炼产能	开始时间	结束时间	检修环节	备注
葫芦岛宏跃北方铜业	10	15	2024年1月	2024年2月	粗炼	18天
广西南国铜业有限责任公司(一期)	30	30	2023年11月	不详	粗炼	
赤峰富邦铜业有限责任公司	6	0	2024年3月	2024年6月	粗炼	90天
青海铜业责任有限公司	10	15	2024年4月	2024年5月	粗炼	30天
阳新弘盛铜业有限公司	40	40	2024年4月初	2024年5月初	粗炼	30天
中原黄金冶炼厂	35	40	2024年3月	2024年4月底	粗炼	30天
五矿铜业(湖南)有限公司	10	10	2024年4月中	2024年5月中	粗炼	30天
营口盛海化工有限公司	10	0	2024/5月底	2024/6月底	粗炼	25天
山东中金岭南铜业有限责任公司(三厂)	25	40	2024/5月中旬	2024/6月中旬	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6月	2024/7月底	粗炼	55天
广西金川有色金属有限责任公司	45	47	2024年11月	2024年11月	粗炼	15天
赤峰金通铜业有限公司	30	25	2024年6月	2024年7月	粗炼	20-25天
国投金城冶金有限责任公司	10	10	2024年8月	2024年8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	2024/7月7日	2024/9月	粗炼	30天
中条山有色金属集团有限公司(侯马)	20	18	2024年10月	2024年10月	粗炼	31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
阜新博发铜业有限公司	10	0	2024年6月	2024/8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

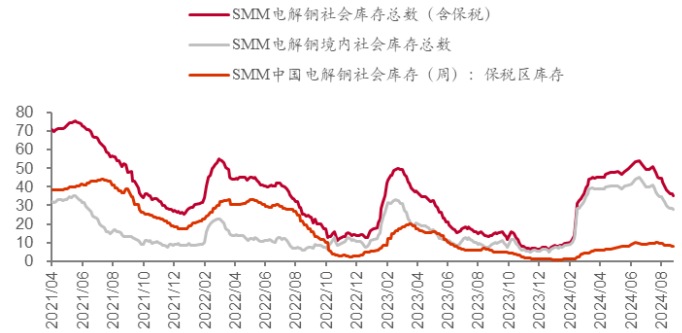
- **国内海外双去库：海外库存方面**，LME 铜库存 31.15 万吨，环比下降 0.605 万吨，较去年同期增加 16.81 万吨。COMEX 库存环比上周下降 0.013 万吨至 3.989 万吨，较去年同期增加 1.36 万吨。**国内库存方面**，国内现货库存 28.42 万吨，环比减少 4.15 万吨，同比增加 13.81 万吨。全球库存总计 63.56 万吨，环比下降 4.768 万吨。

图表 75: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)



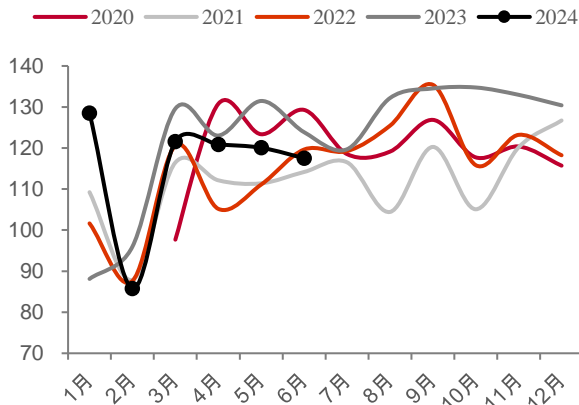
来源：SMM、中泰证券研究所

图表 76: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)



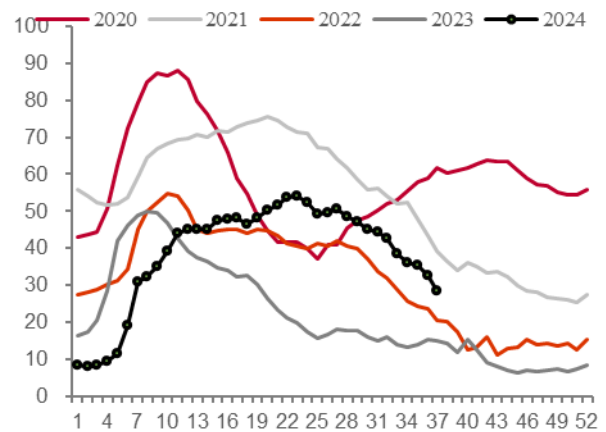
来源：SMM、中泰证券研究所

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

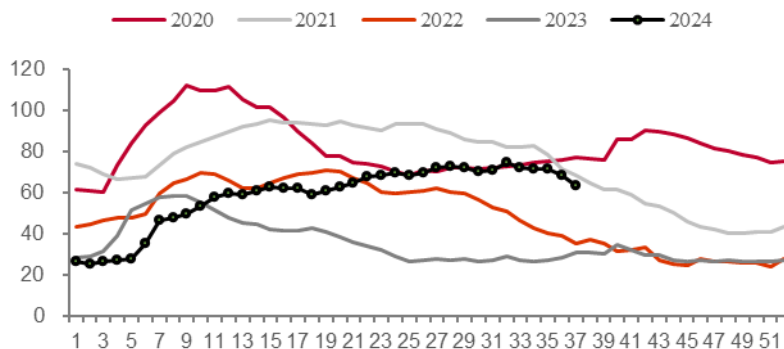
图表 78: 电解铜社会库存变动 (万吨)



来源：SMM、中泰证券研究所

图表 79: 全球铜库存变动趋势 (万吨)

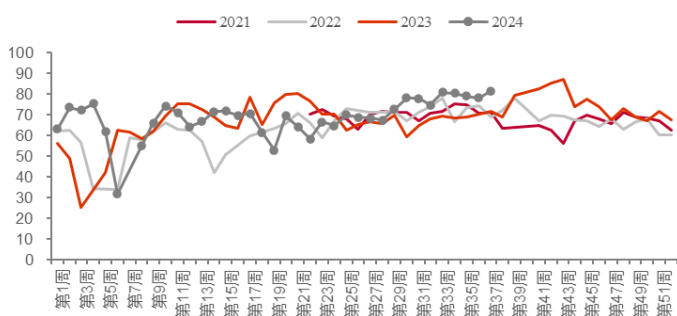
SMM+COMEX&LME铜库存 (万吨)



来源：SMM，中泰证券研究所

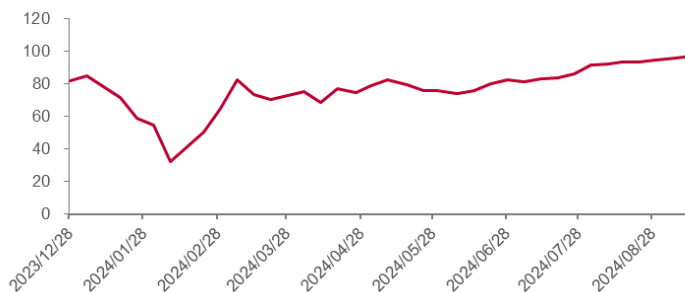
- **国庆节前下游备库需求存乐观预期。**本周国内主要精铜杆企业周度开工率录得 81.72%，环比上升 4.57 个百分点。铜线缆企业开工率为 96.99%，环比增长 1.06 个百分点。从各个行业来看，电网相关订单依然是主要支撑，充电桩类的订单情况也保持强劲。尽管风电和光伏类订单表现不如去年，但仍然维持在合理水平；而地产及基建等中低压工程类订单则相对疲软。整体来看，当前“金九”即将过半，整体市场需求及企业开工维持平稳。

图表 80：铜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 (%)



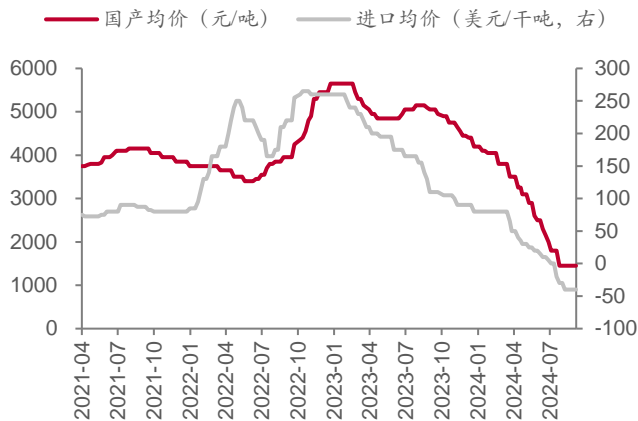
来源：SMM，中泰证券研究所

### 4.3 锌：市降息临近，锌价低位回升

- 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/干吨。国内矿供需矛盾持续，加工费持稳运行。现货市场上。锌矿进口窗口持续开启，进口矿流入仍以前期订购货物为主，近期现货报盘数量较少，且报价延续低位，本周冶炼厂原料采购仍以国产矿为主。进入 9 月，随着国内内蒙古、四川等地存在矿山检修结束产量逐渐恢复，国产矿供应预计小幅环比增加 0.98 万吨至 37.09 万吨，但是国内冶炼厂 8、9 月份产量环比下降有限，四季度产量或环比修复，叠加后续冬储季节来临，锌矿原料采购需求或增加，国内矿供需矛盾持续，加工费反弹迹象尚未显现，需关注后续进口矿实际到货以及冶炼厂运行

情况。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 14.16 万吨，环比上周增加 0.46 万吨，其中黄埔港库存贡献主要增量。

**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

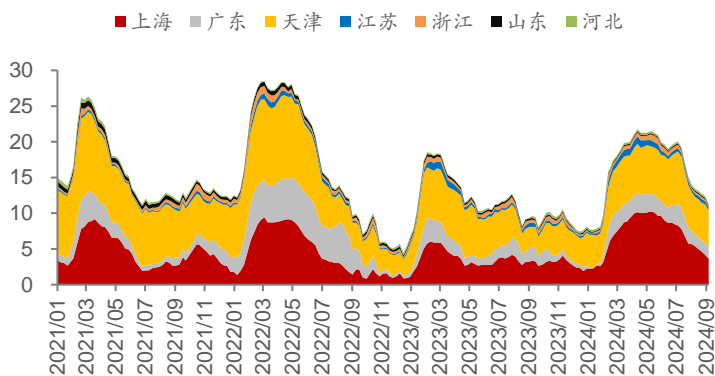
**图表 83: 国产锌精矿分地区加工费**

	2024/08/30	2024/09/06	2024/09/13	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

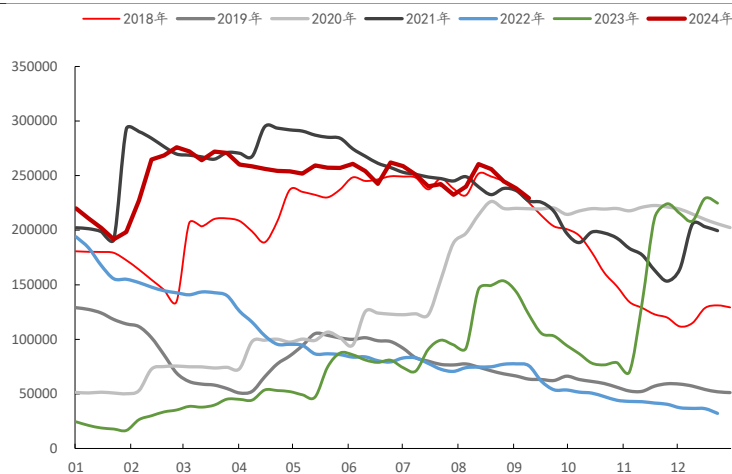
- 本周沪伦比值攀升至 8.5 左右震荡，锌锭进口窗口打开。海外来看，美国 8 月未季调 CPI 年率录得 2.5%，低于市场预期，市场对下周美联储降息 25 个基点的押注大幅上升，使得伦锌低位反弹；国内房地产利好政策和资金落地预期提升，市场风险偏好改善，宏观情绪好转，消费上“金九银十”预期虽有延后但订单环比依然有所改善，叠加 SMM 七地社会库存持续去化，表明消费依然有向好预期，沪锌大幅拉涨，沪锌走势强于伦锌，预计下周沪伦比值或将维持震荡。
- **库存变化:** 据 SMM 调研，截至本周四（9 月 12 日），SMM 七地锌锭库存总量为 11.34 万吨，较 9 月 5 日减少 1.05 万吨，较 9 月 9 日减少 0.42 万吨，国内库存录减。上海、广东和天津地区库存均减少，主因周内三地仓库到货偏少未见改善，叠加临近中秋假期，下游企业原料备库不断提货，三地库存持续下滑。整体来看，原三地库存降低 0.29 万吨，七地库存降低 0.42 万吨。LME 方面，截至 9 月 13 日，伦锌库存量 229,300 吨，较上周减少 9,075 吨。

**图表 84: 国内锌七地库存(万吨)**



来源: SMM, 中泰证券研究所

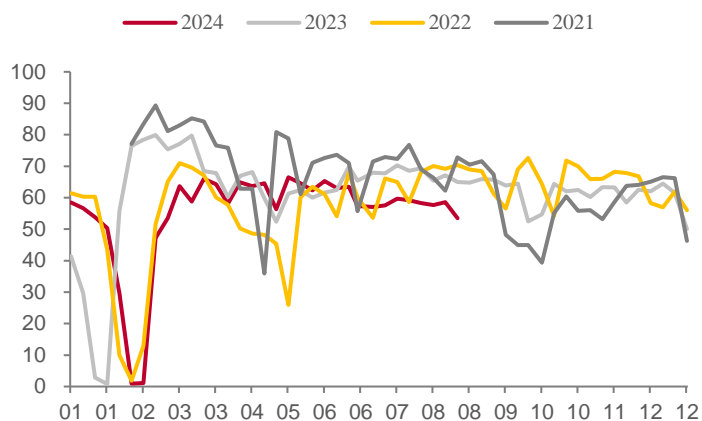
**图表 85: LME 锌库存变动趋势(吨)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

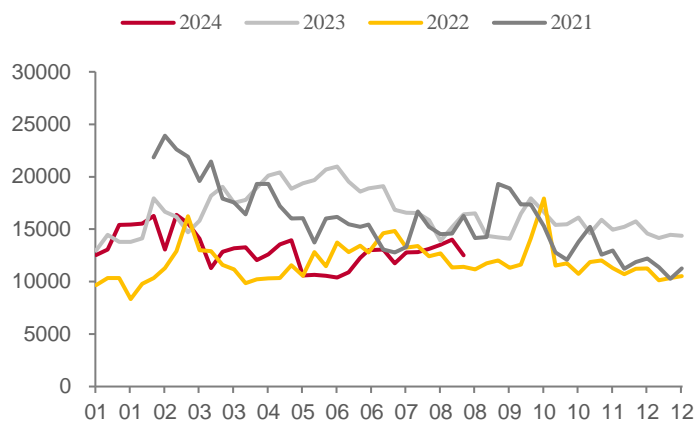


图表 86: 镀锌开工率 (%)



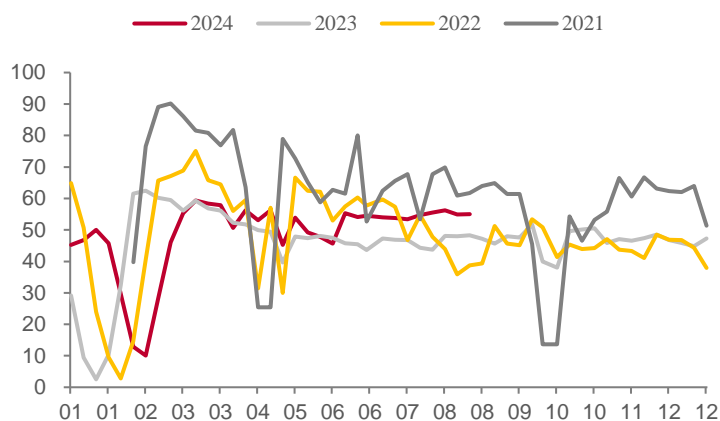
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 87: 镀锌原料库存 (吨)



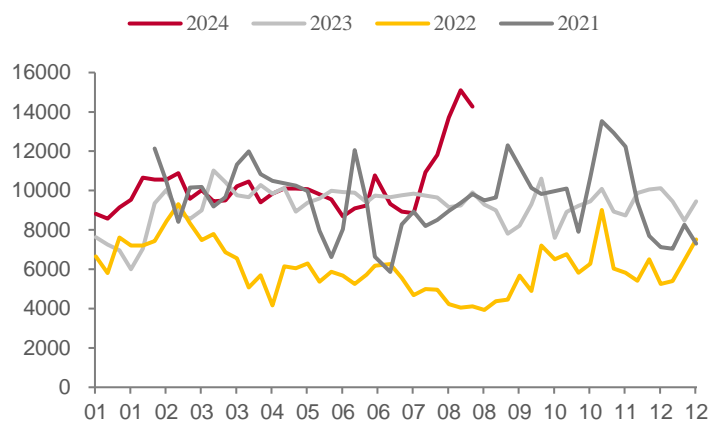
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 88: 压铸锌开工率 (%)



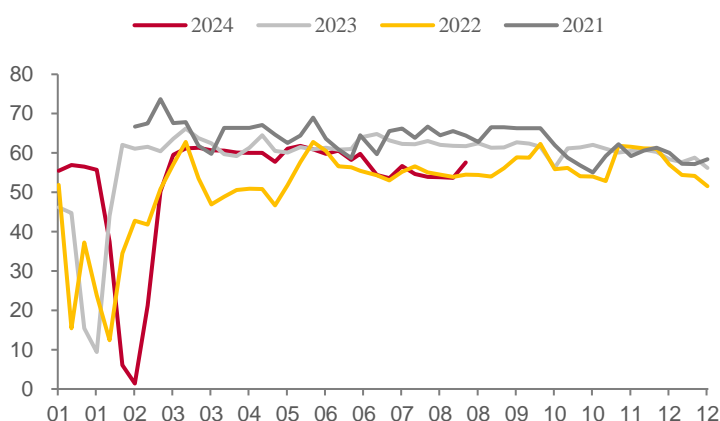
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 89: 压铸锌原料库存 (吨)



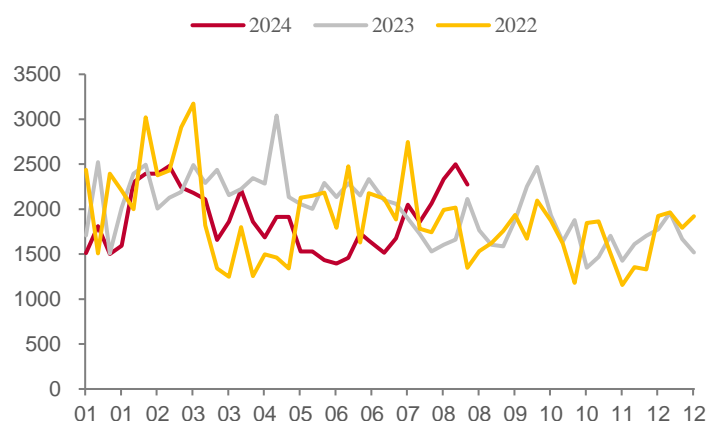
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 90: 氧化锌开工率 (%)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 91: 氧化锌原料库存 (吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

#### 4.4 钢铁: 旺季驱动下, 钢材基本面整体偏强

- 钢价小幅上升: Myspic 综合钢价指数环比上周上升 2.89%, 其中长材上升 2.93%, 板材上升 2.84%。上海螺纹钢 3320 元/吨, 较上周上升

4.56%。上海热轧卷板 3130 元/吨，较上周上升 3.99%。

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	121.44	118.03	2.89%	122.74	-1.06%	143.78	-15.54%
MySpic指数:长材	140.36	136.36	2.93%	138.96	1.01%	159.56	-12.03%
MySpic指数:扁平	103.34	100.49	2.84%	107.23	-3.63%	128.68	-19.69%
上海螺纹钢	3320	3190	4.08%	3180	4.40%	3800	-12.63%
期货收盘价(活跃合约)	3190	3051	4.56%	3173	0.54%	3777	-15.54%
基差	130	139	-9	7	123	23	107
广州-沈阳价差	90	40	50	10	80	100	-10
上海-沈阳价差	0	-50	50	-150	150	-40	40
上海热轧板卷	3130	3010	3.99%	3250	-3.69%	3860	-18.91%
基差	-115	-86	-29	-85	-30	8	-123
不锈钢(201/2B卷板:2.0mm)	8200	8350	-1.80%	8500	-3.53%	9175	-10.63%
取向硅钢(30Q120)	12375	12025	2.91%	12400	-0.20%	16600	-25.45%
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

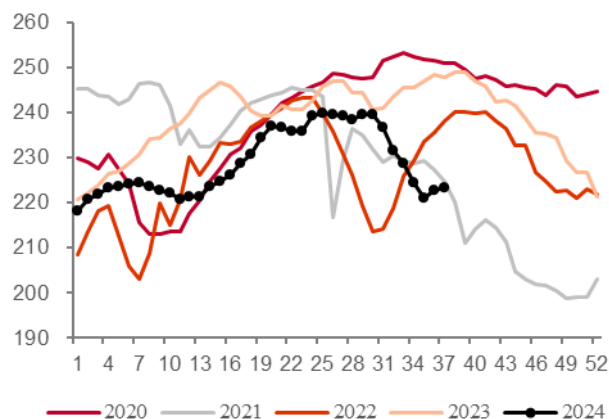
- **供应下降:** 本周五大钢材品种供应 800.78 万吨，周环比下降 0.39 万吨。目前钢厂点对点仍有利润，长、短流程钢厂复产预期仍维持，但后期复产速度或下降，因为市场或打压钢厂利润以此限制钢厂过快复产。
- **库存波动:** 本周五大钢材总库存（社库+厂库）1417.59 万吨，周环比下降 90.54 万吨，下降 6%。五大钢材总库存去库或继续维持，但后期随着产量逐步回升，库存去化程度将逐步趋缓。

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	187.92	9.39	356.08	-53.19	137.55	-8.81
线材	80.51	0.37	61.80	16.65	45.05	-20.72
热轧	302.17	-8.31	339.66	-8.87	91.55	-4.90
中厚	145.85	-2.41	134.63	-6.66	76.70	0.90
冷轧	84.33	0.57	132.78	-2.62	41.79	-2.32
合计	800.78	-0.39	1024.95	-54.69	392.64	-35.85

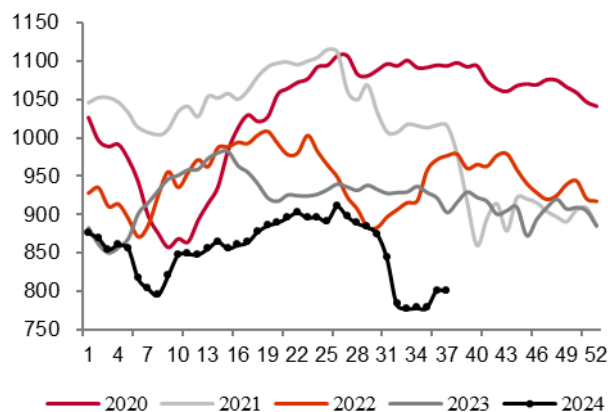
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 94：247 家钢企铁水日均产量（万吨）

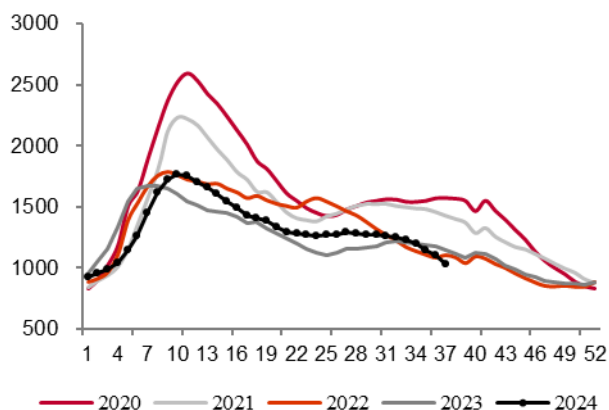


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

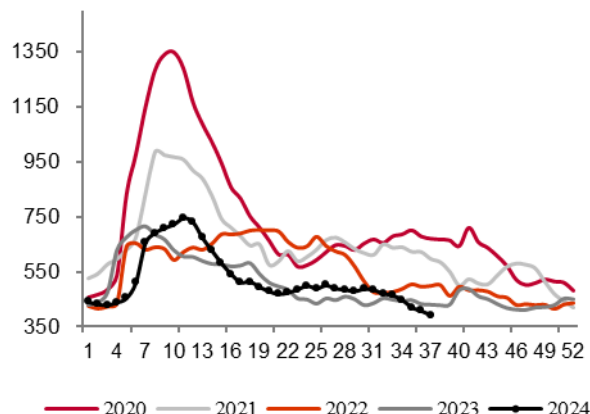
图表 95：五大品种周度产量合计（万吨）



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

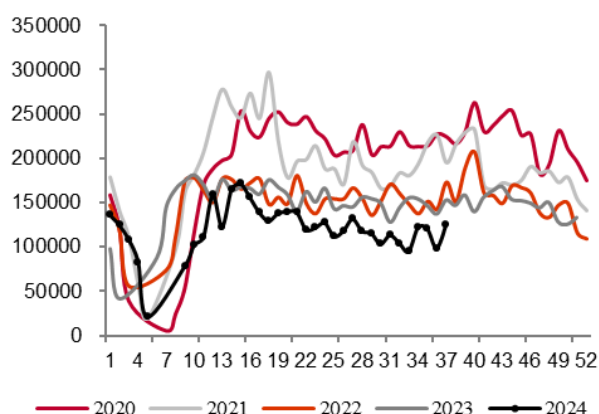
**图表 97: 历年五大品种厂库波动 (万吨)**


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

- 下游消费处于边际改善过程:** 本周五大品种周消费量为 891.3 万吨, 环比上升 4.26%; 其中建材消费环比上升 8.15%, 板材消费环比上升 2.05%。建材成交量 12.45 万吨, 环比上升 26.08%。本周五大钢材品种中建材与板材消费均呈现回升, 旺季阶段, 下游消费处于边际改善的过程, 进而拉动了钢材消费的增长。

**图表 98: 五大品种总表观消费量 (万吨)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 99: 5日平均建筑钢材成交量 (吨)**


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

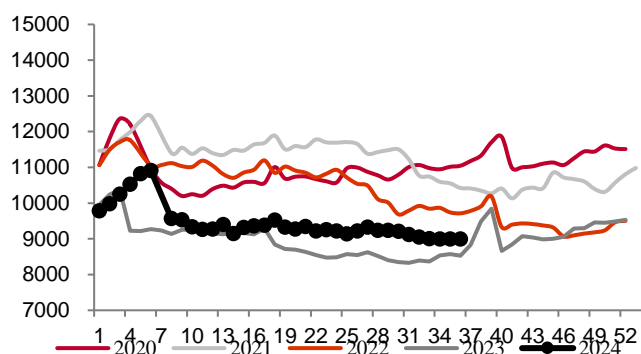
- 矿价震荡:** 本周 Platts62% 92.65 美元/吨, 周环比上升 0.9 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 2294.7 万吨, 环比下降 11%, 其中中国到港量 1290.2 万吨, 环比上升 13.71%。最新钢厂进口矿库存天数 19 天, 环比上升 1 天。天津准一冶金焦 1640 元/吨, 环比下降 50 元/吨。废钢 2130 元/吨, 环比下降 30 元/吨。

**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	92.65	91.75	0.9	98.25	-5.6	122.5	-29.85
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	698	688	10	756	-58	929	-231
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	590	570	20	615	-25	785	-195
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-698	-688	-10	-756	58	-929	231
	卡粉-超特	元/湿吨	-590	-570	-20	-615	25	-785	195
	PB粉-超特	元/湿吨	108	118	-10	141	-33	144	-36
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	27.24	27.57	-0.33	24.78	2.46	19.72	7.52
	西澳-青岛	美元/吨	11.37	11.72	-0.35	10.17	1.2	8.3	3.07
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	1640	1690	-50	1890	-250	2140	-500
	京唐港主焦煤	元/吨	1730	1730	0	1900	-170	2250	-520
张家港废钢	元/吨	2130	2160	-30	2210	-80	2590	-460	
唐山方坯Q235	元/吨	2910	2760	150	2970	-60	3550	-640	

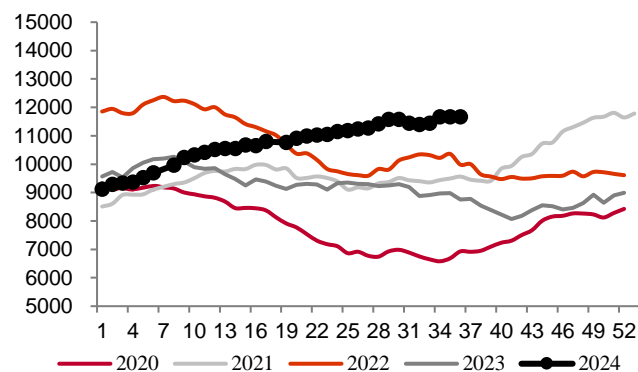
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 101: 进口矿港口库存 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 102: 进口矿钢厂库存 (万吨)

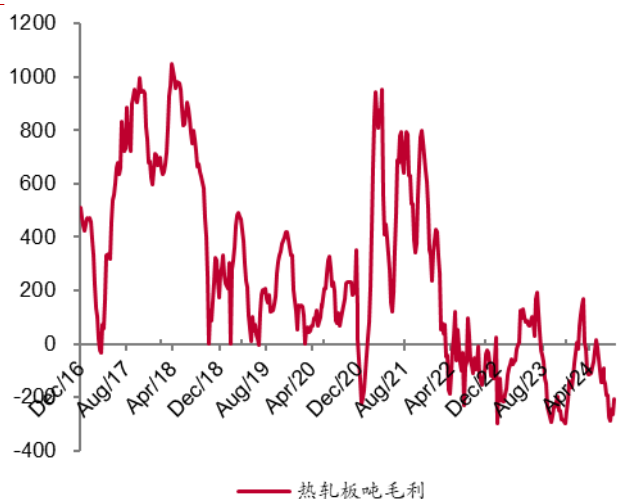


来源: Wind, 中泰证券研究所

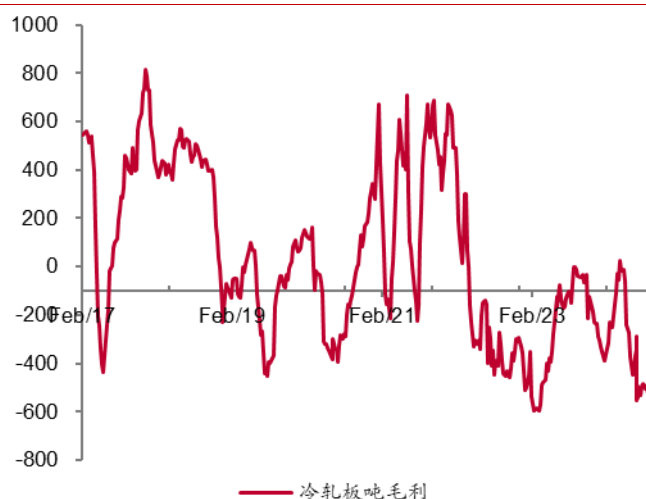
- 吨钢盈利持续下跌: 热轧卷板(3mm)毛利-359元/吨, 毛利率下降13pct; 冷轧板(1.0mm)毛利-645元/吨, 毛利率降-20.31pct; 螺纹钢(20mm)毛利-52元/吨, 毛利率下降1.79pct; 中厚板(20mm)毛利-433元/吨, 毛利率下降15.26pct。

图表 103: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)

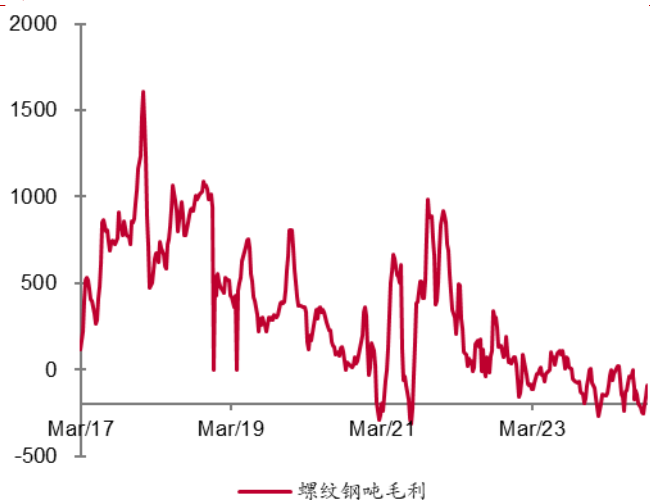
图表 104: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)



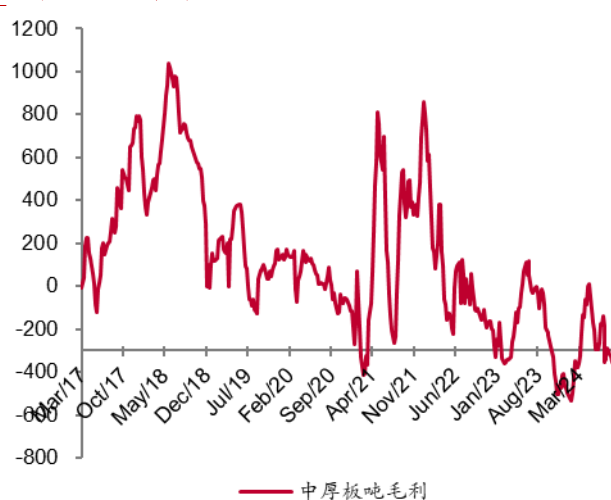
来源: wind、中泰证券研究所



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 105: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 106: 中厚板毛利变化 (元/吨)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

## 5.投资建议: 维持“增持”评级

- **1) 贵金属:** 本周, 美国 CPI 同比低于预期, 海外黄金 ETF 持仓走高, 金价持续刷新历史新高, 中长期看, 美国远端国债实际收益率处于 2% 左右历史高位, 高利率下美国经济压力逐步显现, 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, 降息临近, 旺季需求带动下, 整体显著去库, 价格明显提振, 主要金属延续去库趋势, 基本面形成持续支撑。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。