



2023.08.29

## 需求旺季临近，做多低库存逻辑或延续

### -大宗商品周报

 **鲍雁辛(分析师)**      **周津宇(分析师)**  
 0755-23976830      021-38674924  
 baoyanxin@gtjas.com      zhoujinyu011178@gtjas.com  
 证书编号 S0880513070005      S0880516080007

#### 本报告导读:

“金九银十”需求旺季临近，低库存品种或继续成为资金关注对象，价格或进一步走强。

#### 摘要:

- “金九银十”旺季即将来临，叠加部分行业检修季，相关品种（豆粕、菜粕、纯碱等）价格持续推涨，走出类似逼仓行情。当下，海外美联储继续强调通胀目标，整体态度虽偏鹰，但并未超出市场预期。国内央行调降1年期LPR利率、住建部等三部门推动“认房不认贷”正式落地，随着政策端继续发力，国内需求有望逐步筑底回暖。当前工业金属库存处于低位，随着“金九银十”需求旺季临近，低库存品种或继续成为资金关注对象，价格或进一步走强。
- 1) 化工品：我们的判断：成本支撑和国内稳增长支撑价格反弹。7月政治局会议直面经济挑战，政策表态更为积极，举措重点在扩大内需和提振信心。“金九银十”旺季即将来临，叠加部分行业检修季，相关化工品（MDI、化肥、化纤、纯碱等）价格持续推涨。
- 2) 基本金属：我们的判断：需求旺季来临，稳增长政策或支撑价格偏强。央行调降1年期LPR利率、住建部等三部门推动“认房不认贷”正式落地，随着政策端继续发力，国内需求有望逐步筑底回暖。当前工业金属库存处于低位，随着“金九银十”需求旺季临近，金融属性/商品属性的积极因素正在累积，价格修复或可期待。
- 3) 黑色系（铁矿石）：我们的判断：钢铁产量平控预期下降，铁矿石或继续维持高位。工信部等七部门印发《钢铁行业稳增长工作方案》提出2023年钢铁行业供需保持动态平衡，钢铁产量的平控预期下降，对于原材料端的铁矿石压制减弱。
- 其他品种：1) 原油：供给端支撑原油维持强势，高位震荡。2) 黑色系（钢铁）：钢铁产量平控预期下降，钢铁将维持小幅走弱。3) 黑色系（动力煤）：需求预期转弱，判断煤价弱勢运行。4) 贵金属：宏观鹰派情绪消化，贵金属价格或开启上行。5) 建材（水泥）：需求预期回升，推动价格继续探底动力不足。6) 建材（玻璃）：需求稳定，价格有望稳中有升。
- 风险提示：海外后续货币政策偏鹰，国内需求提升不及预期。

#### 涉及相关行业评级

负责人	行业	最近评级	日期
岳鑫	交运	增持	2023.08.22
谢皓宇	房地产	增持	2023.08.25
韩其成	建筑	增持	2023.08.21
鲍雁辛	建材	增持	2023.08.22
钟凯锋	农业	增持	2023.08.20
李鹏飞	钢铁	增持	2023.08.21
于嘉懿	有色	增持	2023.08.27
薛阳	煤炭	增持	2023.08.26
钟浩	基础化	增持	2023.08.27
孙羲昱	石化	增持	2023.08.21
于鸿光	公用事	增持	2023.08.20
鲍雁辛	大宗商	增持	2023.08.22

#### 相关报告

美联储加息预期升温，贵金属价格承压	2023.08.20
供需双驱动，原油或继续维持强势	2023.08.16
供给端驱动，原油或维持强势	2023.08.07
	2023.07.24

## 目录

1. 上周大宗商品重要变化 .....	3
2. 房地产——首套房标准修订，执行细节有望超预期 .....	5
3. 原油——原油进入高位震荡状态 .....	6
4. 黑色 .....	7
4.1. 钢铁——淡旺季逐步切换，需求持续回升 .....	7
4.1.1. 钢材——螺纹现货价格持平、期货价格上涨，钢材总库存下降 .....	8
4.1.2. 铁矿石——铁矿石现货价格上升，期货价格上涨 .....	10
4.1.3. 焦炭——钢厂焦煤库存上升，焦化厂焦煤库存环比上升 .....	12
4.2. 煤炭——钢铁方案未提平控，中报披露业绩回落 .....	14
4.2.1. 市场煤：煤价回暖，长协趋稳 .....	14
4.2.2. 焦煤：国内整体持平，海外表现分化 .....	17
5. 有色金属 .....	18
5.1. 基本金属——积极因素累积，价格修复可期 .....	18
5.1.1. 铜板块：积极因素累积，铜价或偏强运行 .....	19
5.1.2. 铝板块：需求旺季临近，低库存或继续支撑铝价 .....	21
5.2. 贵金属——悲观情绪消化，金银反转临近 .....	23
6. 建材——中报优等生率先修复，关注政策发力 .....	23
6.1. 水泥——需求有望回升，价格继续下探动力不足 .....	24
6.2. 玻璃——需求尚可，价格有望稳中有升 .....	28
7. 化工品——旺季来临推涨部分化工品，关注地产政策实施效果 .....	30
8. 风险提示 .....	32

## 1. 上周大宗商品重要变化

**表 1: 主要大宗商品涨幅情况**

		单位	最新价格	周涨跌幅	月涨跌幅
原油	NYMEX 轻质原油	美元	80.05	-1.66%	1.43%
	IPE 布油	美元	84.85	0.02%	2.29%
黑色系	上海 20mm 螺纹钢	元/吨	3,730.00	0.00%	-1.84%
	铁矿石:日照港 PB 粉 (铁含量 61.5%)	元/吨	889.00	3.86%	-1.22%
	秦皇岛动力煤 Q5800	元/吨	877.00	2.10%	-5.19%
	京唐港山西主焦煤库提价	元/吨	2,100.00	-2.33%	-2.33%
贵金属	COMEX 黄金	美元/盎司	1,939.90	1.22%	-1.53%
	COMEX 白银	美元/百盎司	2,423.00	6.60%	-2.96%
基本金属	SHFE 铜	元/吨	68,830.00	0.78%	-0.51%
	SHFE 铝	元/吨	18,545.00	0.60%	1.04%
	SHFE 铅	元/吨	16,415.00	2.08%	2.69%
	SHFE 锌	元/吨	20,545.00	2.42%	-0.07%
化工品	环氧氯丙烷(华东)	元/吨	8400	-5.62%	6.33%
	双酚 A (华东)	元/吨	10900	0.00%	9.55%
	己内酰胺(CPL)	元/吨	12700	0.40%	1.20%
	己二酸 (华东)	元/吨	9450	-0.53%	3.85%
建材	水泥华北 P·O42.5 均价	元/吨	360.55	0.00%	-1.76%
	全国白玻均价	元/吨	2124	0.24%	6.63%
农业	天然橡胶价格: 活跃合约	元/吨	13,255.00	3.39%	8.51%
	玉米价格: 活跃合约	元/吨	2,717.00	2.72%	0.44%
	白砂糖期货价格: 活跃合约	元/吨	6,890.00	0.09%	0.26%

数据来源: Wind, 数字水泥网, 百川资讯, 国泰君安证券研究

“金九银十”旺季即将来临，叠加部分行业检修季，相关品种（豆粕、菜粕、纯碱等）价格持续推涨，走出类似逼仓行情。当下，海外美联储继续强调通胀目标，整体态度虽偏鹰，但并未超出市场预期。国内央行调降1年期LPR利率、住建部等三部门推动“认房不认贷”正式落地，随着政策端继续发力，国内需求有望逐步筑底回暖。当前工业金属库存处于低位，随着“金九银十”需求旺季临近，低库存品种或继续成为资金关注对象，价格或进一步走强。

**1)原油:** 近1周以来，NYMEX 轻质原油跌 1.66%，IPE 布油涨 0.02%。我们的判断：**供给端支撑原油维持强势，高位震荡**。原油价格继续上涨，主要由于产油国延长减产挺价意愿较强。供应端趋紧的同时，地缘政治风险也增加了供应中断的可能性。另一方面，美国国债收益率的上升以及惠誉下调美国国债评级导致 risk off，美联储 9 月 FOMC 会议前仍有一份就业报告和两份 CPI 数据需要参考。宏观和产业的博弈仍在持续。

**2)黑色系:** 近1周以来，上海 20mm 螺纹钢价格维持不变，铁矿石:日

照港 PB 粉价格涨 3.86%，秦皇岛动力煤 Q5800 价格涨 2.1%，京唐港山西主焦煤库提价跌 2.33%。

**钢铁：我们的判断：钢铁产量平控预期下降，钢铁将维持小幅走弱。但稳增长政策又在一定程度改善需求预期，整体判断下行幅度不大。宏观预期修复，政策支持力度加大的背景下，市场对钢铁需求的预期有所修复。**

**铁矿石：我们的判断：钢铁产量平控预期下降，铁矿石或继续维持高位。**工信部等七部门印发《钢铁行业稳增长工作方案》提出 2023 年钢铁行业供需保持动态平衡，钢铁产量的平控预期下降，对于原材料端的铁矿石压制减弱。

**煤炭（动力煤）：我们的判断：需求预期转弱，判断煤价弱势运行。**展望后市，8 月，受台风降雨影响，全国气温较往年偏低，马上进入“立秋”，电煤旺季将接近尾声，当前终端电厂库存仍处高位，可用天数保持安全水平，采购需求有限，煤价承压。

**3) 贵金属：**近 1 周以来，COMEX 黄金涨 1.22%，COMEX 白银涨 6.6%，金银比继续维持在 100 下方。

**我们的判断：宏观鹰派情绪消化，贵金属价格或开启上行。**美国 8 月消费者信心指数下滑至 69.5、低于预期，8 月 Markit 制造业和服务业 PMI 均下降、制造业指数持续位于荣枯线以下，此外信贷紧缩下、银行业前景恶化，美国经济仍面临下行压力。美联储加息尾声，随着流动性预期改善，贵金属价格或将迎来反转。同时，去美元化下，央行购金需求为金价提供有力支撑。

**4) 基本金属：**近 1 周以来，SHFE 铜涨 0.78%，SHFE 铝价格涨 0.6%，SHFE 铅价格涨 2.08%，SHFE 锌涨 2.42%。

**我们的判断：需求旺季来临，稳增长政策或支撑价格偏强。**央行调降 1 年期 LPR 利率、住建部等三部门推动“认房不认贷”正式落地，随着政策端继续发力，国内需求有望逐步筑底回暖。当前工业金属库存处于低位，随着“金九银十”需求旺季临近，金融属性/商品属性的积极因素正在累积，价格修复或可期待。

**5) 化工品：**近 1 周以来，环氧氯丙烷(华东)价格跌 5.62%，双酚 A (华东) 价格维持不变，己内酰胺(CPL)价格涨 0.4%，己二酸 (华东) 价格跌 0.53%。

**我们的判断：成本支撑和国内稳增长支撑价格反弹，**7 月政治局会议直面经济挑战，政策表态更为积极，举措重点在扩大内需和提振信心。

“金九银十”旺季即将来临，叠加部分行业检修季，相关化工品（MDI、化肥、化纤、纯碱等）价格持续推涨。

**6) 建材：**近一周以来，水泥华北均价维持不变，全国玻璃均价涨 0.24%。

**我们的判断：随着下游需求缓慢回升，水泥价格将会小幅恢复性上调。**8 月，随着天气情况好转，国内水泥市场需求开始缓慢恢复，全国重点地区水泥企业出货率环比提升约 3 个百分点，但仍低于 2022 年同期 6

个百分点。价格方面，整体价格走势仍以下行趋势为主，但部分地区如河南、贵州和湖北襄阳等地企业通过错峰生产和行业自律，尝试推动价格恢复上调。

**玻璃：需求稳定，价格有望稳中有升。**目前市场供需结构尚可，前期中下游备货相对有限，叠加局部个别厂生产受限，周内成交好转，价格上涨。后市看，目前需求尚可，下游在手订单相对稳定，下游仍将保持一定库存为主，预计成交可得到维持，价格仍具备一定上涨预期。

**7) 农业：**近 1 周以来，天然橡胶价格涨 3.39%，玉米期货价格涨 2.72%，白砂糖期货价格涨 0.09%。

## 2. 房地产——首套房标准修订，执行细节有望超预期

导读：根据新华网报道，三部委发布文件，对家庭购买住房的首套房认定标准做出修订，同时延期了个税返还政策，从文件表述来看，政策执行细节力度有望超预期。

① 三部委修订首套房认定标准，从表述来看，在认贷判定方面，执行力度可能超预期。

根据新华网报道，近日住房城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施，执行权力下放至各地方。按照此前市场的预期，是以家庭为单位确定首套房标准，而在目前的表述当中，存在超预期的可能，也即在购房环节以家庭为单位(对应原文：居民家庭(包括借款人、配偶及未成年子女)申请贷款购买商品住房时)，但在贷款环节以成员为单位(原文：家庭成员在当地名下无成套住房的)，将购房对象和贷款对象进行了分开。那么，考虑一种较为普遍的场景，即家庭中其中一人名下有房有贷，但另外一人名下无房，此家庭购房时可能执行首套房标准。在表述当中，还专门提及未成年子女，因此政策力度在执行层面有望超预期，有较大的宽松空间。这一判断，仍然要根据待公布的政策全文来进行明确。

② 三部委延期了 2022 年 9 月出台的个税返还的政策，当前延期 2 年至 2025 年 12 月 31 日，但过去近 1 年执行来看，政策带来的需求改善并不明显。

本政策已经于 2022 年发布，尽管设置了到期期限，但从有关地产的各类政策来看，都做了到期后的续期，且无论是针对房企、还是居民的政策。因此，本次政策续期 2 年，并没有超出市场预期。本政策执行带来的效果并不明显，主要因为个税较多的一线城市，由于该税支付大多转嫁给买方，而买方大多通过做低总价来规避个税，因此对卖方的激励并不充足。

③ 政策仍未到兑现期，因为当前政策并非全国一刀切，而是由各个城市自己选择，也即，政策还在路上。

整体来看，当前仍然未到兑现期，尽管认房认贷政策在酝酿多时后终于出台，但交给各个城市自行选择这一举措，再次拉长了政策落地的时间。虽然这政策尚不足以对楼市带来较大刺激，但从政策本身来看，仍处于一系列政策逐步出台的序幕当中。

④ 首套房认定标准的改变在于降首付和降利率，其中，利率的作用更大。

按照贝壳统计，当前主流城市平均首套房贷款利率为 3.9%，二套房为 4.8%，因此，认定为首套房标准后，可以大幅度降低贷款利率。当然，我们认为，目前首套房贷款利率自身也有进一步下降的空间。而对于降首付比例来看，目前居民购房使用的杠杆率较低，本身也没有构成购房的约束，因此，核心还是在于降利率的幅度。

### 3. 原油——原油进入高位震荡状态

FOMC 7 月纪要发布后，多数委员表示如果有需要不排除进一步收紧货币政策。美联储官员关注的核心是如何在抑制通胀和确保经济稳定之间取得平衡。根据期货合约，投资者目前预计 2023 年不会再加息。因此下周的杰克逊霍尔央行会议成为市场关注焦点，尤其是鲍威尔及美联储官员的表态。同时，伊朗等豁免减产的 OPEC 产油国产量的上升也值得关注。短期原油进入高位震荡格局，在 8 月供需趋紧的背景下，我们认为原油价格仍然震荡偏强。宏观和产业的博弈仍在持续，9 月进入汽油需求淡季后则需注意是否会重回宏观交易，9 月中旬以后至年底仍有可能海外再次进入 risk off 的可能性。

市场关注杰克逊霍尔央行年会。下周的一年一度美联储杰克逊霍尔研讨会是全球宏观的关键事件。因为即使参会者没有出现在正式议程上，但参会者仍然可以通过场外的采访机会而对市场产生影响。2022 年的杰克逊霍尔研讨会上鲍威尔曾宣布美联储将继续加息，以应对通胀的上升。鲍威尔传达了紧缩周期才开始的信息。当前美国的通胀压力有所缓解，但核心通胀仍在上升。且随着汽油价格的反弹，能源端 CPI 的压力正在反复。市场正在等待美联储官员对未来利率政策的进一步发言。但各类资产的波动预计将低于 2022 年。

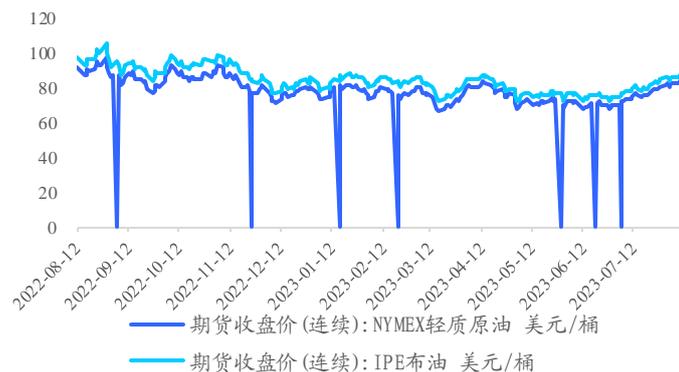
宏观事件仍然对原油价格产生影响，但 8 月供需趋紧支撑油价。上周原油价格结束连涨，主要由于宏观避险情绪再次上升。7 月 FOMC 会议纪要发布后，市场避险情绪上升，因多数委员表示需要进一步收紧货币政策。未来鲍威尔仍然可能通过依赖数据的方式强化这一倾向。

伊朗等 OPEC 豁免减产的产油国产量持续上升趋势需要关注。财联社 8 月 13 日电，据伊朗迈赫尔通讯社，伊朗国家计划与预算组织负责人 Davoud Manzour 周日表示，伊朗每天出口 140 多万桶石油，相当于恢复至制裁前水平。同时，伊朗媒体曾报道称，朗石油部长 Javad Owji 表示，到 8 月 22 日，该国的石油日产量将增加 11 万桶，达到 330 万桶。当前伊朗原油产量及出口持续上升，考虑到伊朗此前最大产能为 380 万桶/天，因此伊朗产量仍有上升空间。此前伊朗出口的持续上升主要由于浮仓的下降和产量的上升，但考虑到当前浮仓处于较低的水平，未来出口水平进一步上升需要产量的上升作为基础。

2023 年可能会存在的黑天鹅风险。2023 年相较 2022 年而言，市场普遍认知为俄乌冲突在 2023 年烈度会下降，外围市场风险下降。从目前情况看，根据俄新社报道，北约开始对乌克兰援助重型武器和坦克。其

中英国将向乌克兰提供挑战者 2 重型坦克。由于重型武器的加入，不排除阶段性战争烈度升级的可能。另一方面，由于美国共和党众议员获胜以及以色列强硬派内塔胡尼亚当选总理，伊朗核问题得到顺利解决的难度加大。当前以色列的政府由于右翼政党的加入，成为以色列有史以来最右翼政府。新一届政府由利库德集团、宗教政党沙斯党和极右翼政党宗教犹太复国主义者党等 6 个政党组成。在总理就职宣誓前，内塔胡尼亚发表讲话称，新政府将主要推进 3 项主要任务：阻止伊朗发展核武器、加强基础设施建设以及加强以色列法律和秩序建设。由于拜登政府距离任期结束只剩 18 个月，而扣除协议进入落实过程需要 1 年的时间，我们预计伊朗已经没有足够的动力让步以达成伊核协议。而伊朗与以色列的矛盾可能成为新的黑天鹅风险。复盘 90 年代海湾战争期间，原油价格仅在开战初期出现显著上涨，其后持续下跌。但环境与现在不同：当时西方世界做了足够的准备以压低油价：①美国及 IEA 抛储平抑油价。（当前美国战储处于 40 年低位。）②美国说服中东国家沙特，阿联酋等增加产量平抑油价；沙特同样希望通过较低油价来抑制替代能源的发展（但当前新能源发展趋势已经非常确定，美国与 OPEC 关系恶化。）③施压各大石油公司不允许涨价。

图 1：原油供需关系改善，价格高位震荡



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 4. 黑色

### 4.1. 钢铁——淡旺季逐步切换，需求持续回升

需求连升三周，库存连降两周。上周五大品种钢材社库为 1198.49 万吨，环比下降 12.04 万吨；厂库为 447.78 万吨，环比下降 5.02 万吨；总库存为 1643.27 万吨，环比下降 17.06 万吨，库存由升转降。上周五大品种钢材表观消费量为 954.60 万吨，环比上升 8.79 万吨。其中，螺纹、线材表观消费量分别为 283.51、117.19 万吨，环比分别上升 10.18、0.73 万吨；热轧、冷轧、中厚板表观消费量分别为 316.12、77.44、160.34 万吨，环比分别上升 2.26、下降 2.71、1.67 万吨。截至上周，钢材表观消费量已连续回升三周，库存连续下降两周。8 月中下旬通常是淡旺季切换的关键阶段，季节性高温、雨水等因素对需求的抑制逐渐趋弱，行业需求逐步迎来修复；9 月份钢铁行业将进入旺季，行业需求有望回归至正常水平。

上周五大品种钢材总产量为 937.54 万吨，环比升 0.75%，同比升 2.16%。

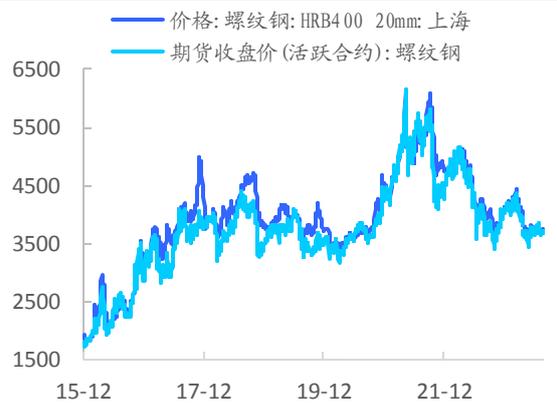
上周 247 家钢厂高炉开工率 84.09%，较前一周升 0.29 个百分点；全国电炉开工率 63.46%，较前一周持平。2023 年 1-7 月全国粗钢产量 6.27 亿吨，累计同比升 2.50%。根据工信部、国家发改委等七部门联合印发的《钢铁行业稳增长工作方案》，要求持续巩固去产能成果、严格落实产能置换，因此我们预期 8-12 月我国粗钢产量弹性有限。

上周螺纹、热卷模拟生产利润分别为 109.00 元/吨、99.00 元/吨，环比分别升 3.60 元/吨、降 6.40 元/吨。从成本端来看，根据 Mysteel 数据，上周 45 港日均疏港量为 328.19 万吨，环比升 1.47 万吨；进口铁矿库存 12032.48 万吨，环比降 18.51 万吨。根据 Mysteel 数据，上周 247 家钢企盈利率为 51.08%，较前一周下降 10.39 个百分点。考虑 2023 年下半年钢铁行业供给弹性有限，我们预期在旺季需求逐步走暖以及库存低位的背景下，行业利润有望逐渐修复。

#### 4.1.1. 钢材——螺纹现货价格持平、期货价格上涨，钢材总库存下降

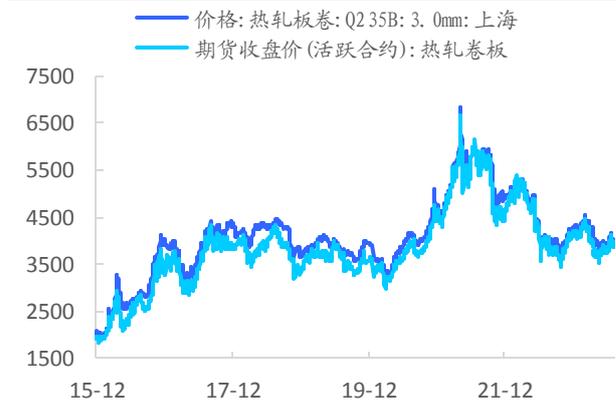
上周上海螺纹钢现货 3730 元/吨，与前一周持平；期货涨 16 元/吨至 3716 元/吨，涨幅 0.43%。热轧卷板现货跌 10 元/吨至 3970 元/吨，跌幅 0.25%；期货涨 12 元/吨至 3917 元/吨，涨幅 0.31%。上海中板价格下降，冷卷价格上升，线材价格上升。中板跌 50 元/吨至 3930 元/吨，跌幅 1.26%；冷卷涨 30 元/吨至 5160 元/吨，涨幅 0.58%；线材涨 10 元/吨至 4280 元/吨，涨幅 0.23%。截至上周，钢材表观消费量已连续回升三周，库存连续下降两周。8 月中下旬通常是淡旺季切换的关键阶段，季节性高温、雨水等因素对需求的抑制逐渐趋弱，行业需求逐步迎来修复；9 月份钢铁行业将进入旺季，行业需求有望回归至正常水平。

图 2 螺纹钢现货价格持平、期货价格上涨



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 3 热轧卷板现货价格下降，期货价格上涨



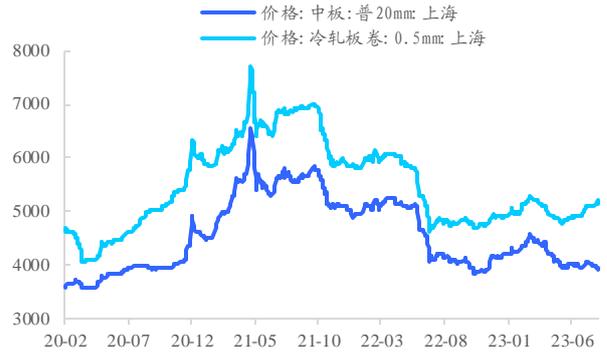
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 4 线材价格上升（单位：元/吨）

图 5 中板价格下降，冷卷价格上升（单位：元/吨）



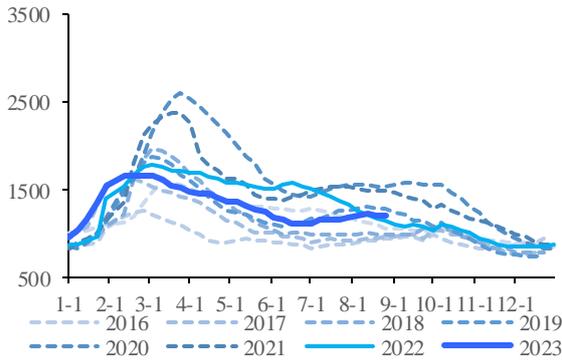
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

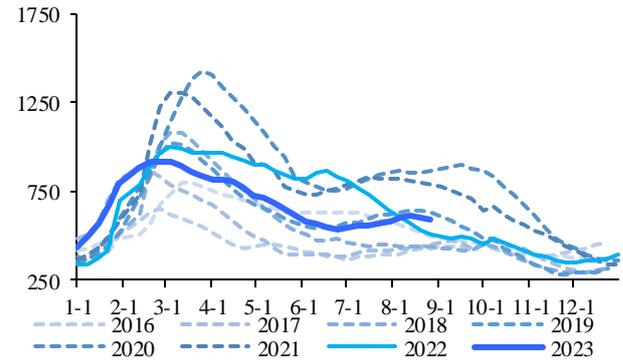
上周钢材社会库存下降, 钢厂库存下降。上周主要钢材社会库存周环比下降 12.04 万吨, 钢厂库存下降 5.02 万吨。社会库存方面, 上周螺纹钢社会库存 589.41 万吨, 环比下降 12.71 万吨; 线材社会库存 79.41 万吨, 环比下降 3.01 万吨; 热卷社会库存 290.30 万吨, 环比上升 0.98 万吨。钢厂库存方面, 上周螺纹钢钢厂库存 196.93 万吨, 环比下降 7.35 万吨; 线材钢厂库存 56.13 万吨, 环比上升 1.67 万吨; 热卷钢厂库存 86.30 万吨, 环比上升 0.90 万吨。

图 6 五大品种钢材社会库存下降 (单位: 万吨)



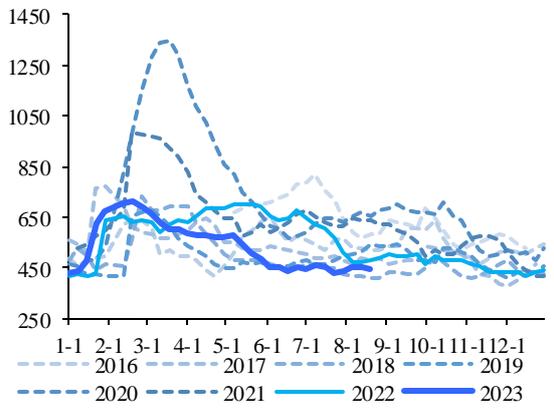
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 7 螺纹钢社会库存下降 (单位: 万吨)



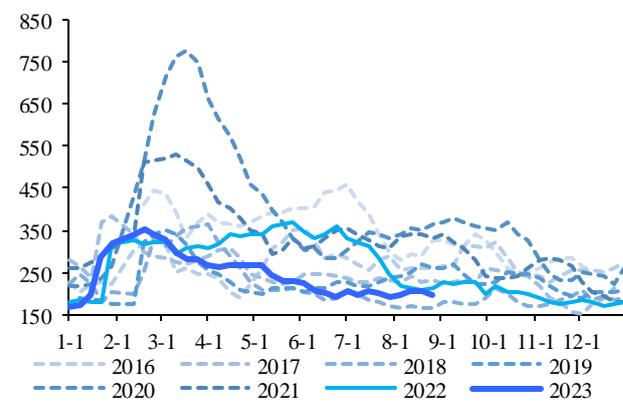
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8 五大品种钢材厂库下降 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

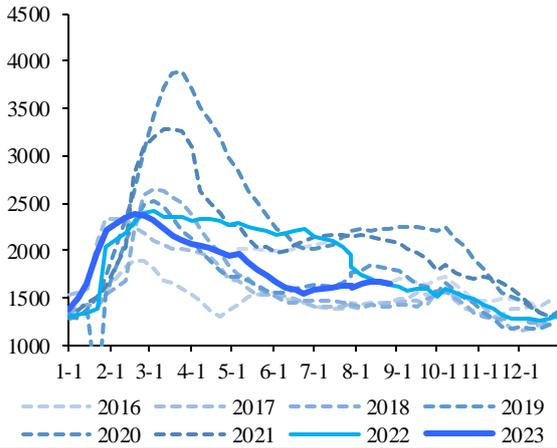
图 9 螺纹钢厂库下降 (单位: 万吨)



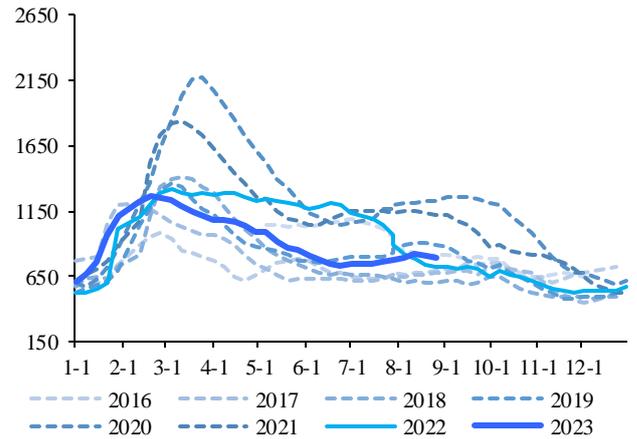
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 10 五大品种钢材总库存下降 (单位: 万吨)

图 11 螺纹钢总库存下降 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

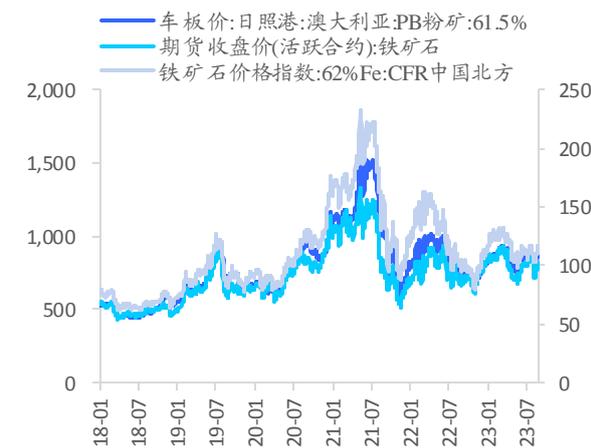


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

#### 4.1.2. 铁矿石——铁矿石现货价格上升，期货价格上升

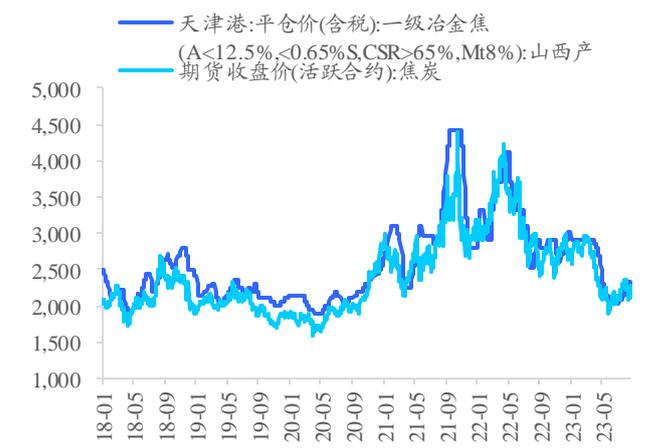
上周铁矿石现货价格上升，期货价格上升；焦炭现货价格下跌，期货价格上升。上周日照港 PB 粉（铁含量 61.5%）涨 33 元/吨至 889.0 元/吨，涨幅 3.86%；铁矿石主力期货价格涨 55.5 元/吨至 827.0 元/吨，涨幅 7.19%。焦炭方面，焦炭现货价格跌 100 元/吨至 2240.0 元/吨，跌幅 4.27%；焦炭期货价格涨 121.5 元/吨至 2241.0 元/吨，涨幅 5.73%。上周焦煤现货价格，跌 150 元/吨至 1800.0 元/吨，跌幅 7.69%；焦煤期货价格涨 95 元/吨至 1509.0 元/吨，涨幅 6.72%。我们认为下半年铁水产量继续向上的空间相对有限，下半年铁矿石供需总体将趋于宽松，铁矿石价格有望维持在合理区间范围。

图 12 铁矿石现货上升，期货上升（单位：元/吨）



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

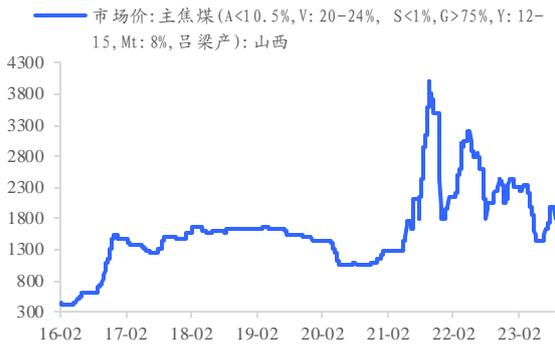
图 13 焦炭现货下降，期货上升（单位：元/吨）



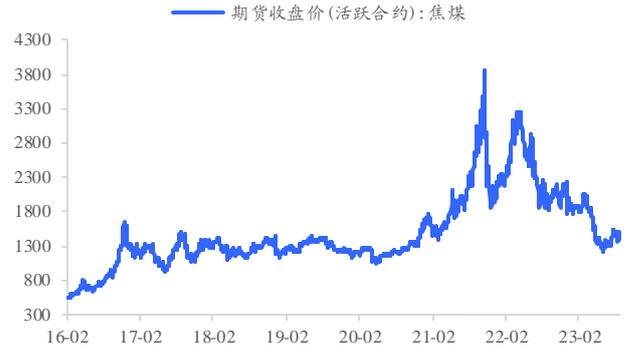
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14 焦煤现货价格下降（单位：元/吨）

图 15 焦煤期货价格上升（单位：元/吨）



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

上周铁矿石港口库存减少, 钢厂铁矿石可用天数上升。上周铁矿石港口库存 12032.48 万吨, 下跌 18.51 万吨。上周钢厂铁矿石可用天数 16 天, 较前一周上升 1 天。

图 16 铁矿石港口库存下降 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

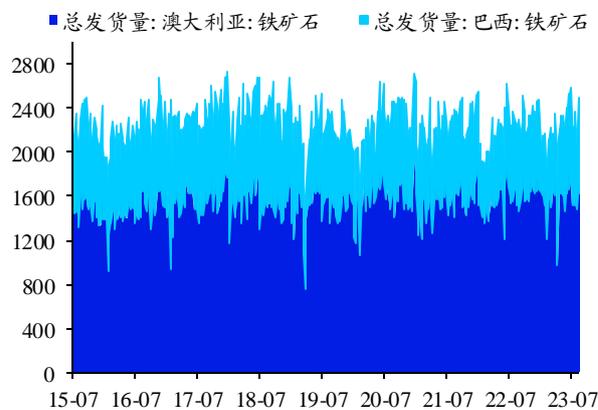
图 17 进口铁矿石可用天数上升 (单位: 天)



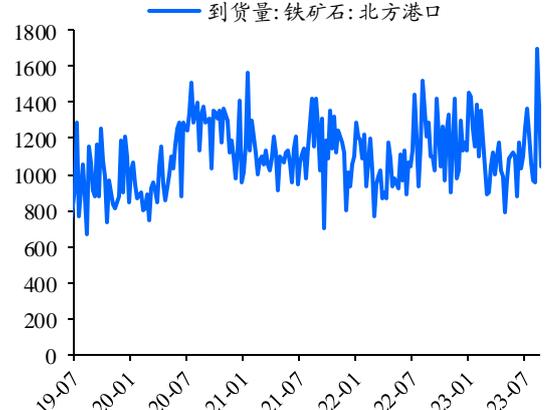
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

巴西铁矿石总发货量下降, 澳大利亚铁矿石总发货量下降。上周巴西铁矿石总发货量 725.20 万吨, 周环比下降 43.50 万吨; 澳大利亚铁矿石总发货量 1,626.00 万吨, 周环比下降 106.70 万吨。总体来看, 澳巴铁矿发运量下降。铁矿到货量 1,043.80 万吨, 环比下降 652.80 万吨。

图 18 巴西发货量下降, 澳大利亚发货量下降 (单位: 万吨) 图 19 铁矿石到货量下降 (单位: 万吨)



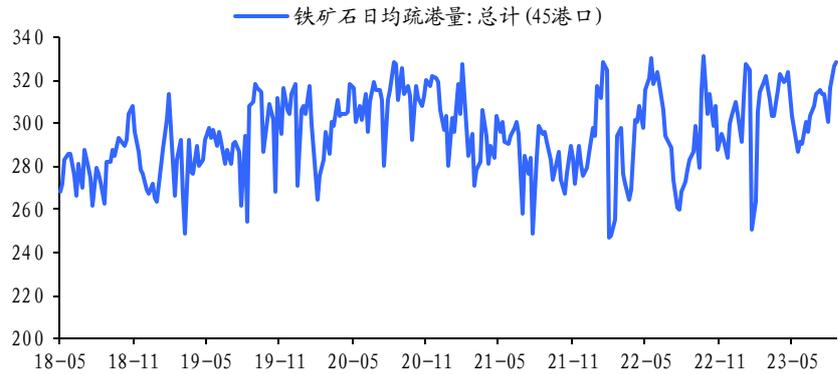
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

铁矿石日均疏港量周环比上升。上周 45 港口铁矿石日均疏港量 328.19 万吨, 环比上升 1.47 万吨。

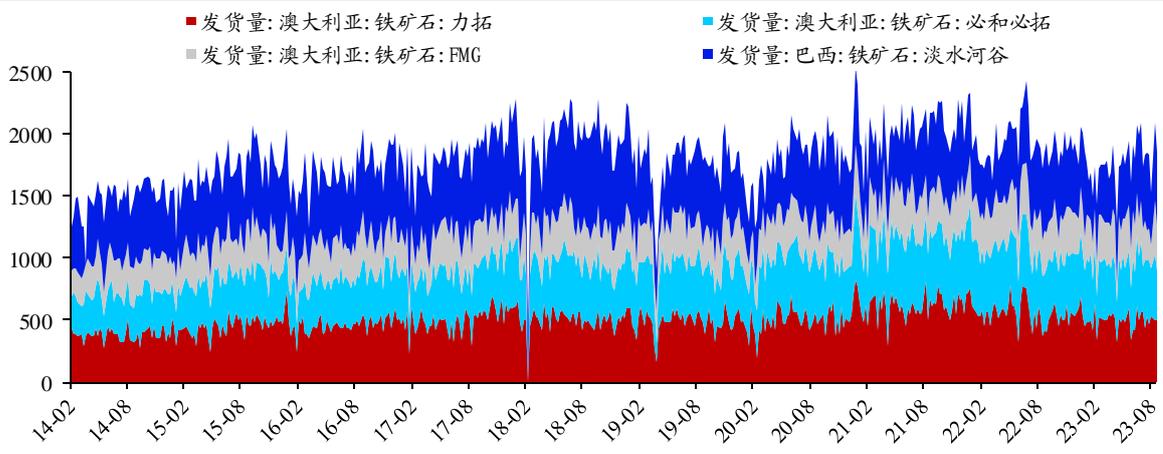
图 20 铁矿石日均疏港量周环比上升（单位：万吨）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

四大铁矿石生产商总发货量周环比下降。力拓、必和必拓、FMG 铁矿石和淡水河谷生产商总发货量 1844.60 万吨，周环比下降 251.50 万吨。其中，力拓铁矿石发货量 494.60 万吨，周环比下降 4.40 万吨；必和必拓铁矿石发货量 405.10 万吨，周环比下降 126.80 万吨；FMG 铁矿石发货量 366.10 万吨，周环比下降 73.10 万吨；淡水河谷铁矿石发货量 578.80 万吨，周环比下降 47.20 万吨。

图 21 四大铁矿石生产商总发货量周环比下降（单位：万吨）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

#### 4.1.3. 焦炭——钢厂焦煤库存上升，焦化厂焦煤库存环比上升

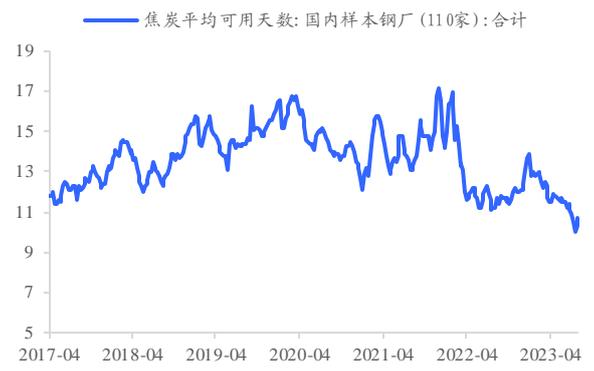
钢厂焦炭库存上升，钢厂焦炭平均可用天数上升。上周样本钢厂焦炭库存 570.56 万吨，较前一周上升 24.52 万吨；上周钢厂焦炭库存平均可用天数 10.66 天，较前一周上升 0.38 天。

图 22 钢厂焦炭库存环比上升（单位：万吨）

图 23 钢厂焦炭可用天数上升（单位：万吨）



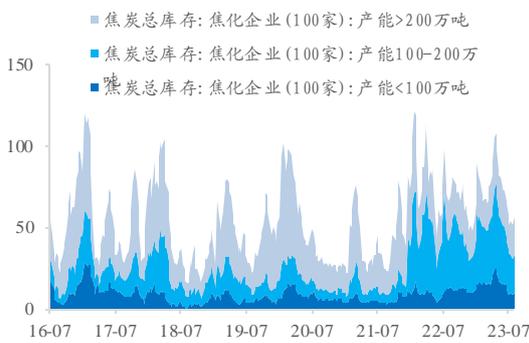
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

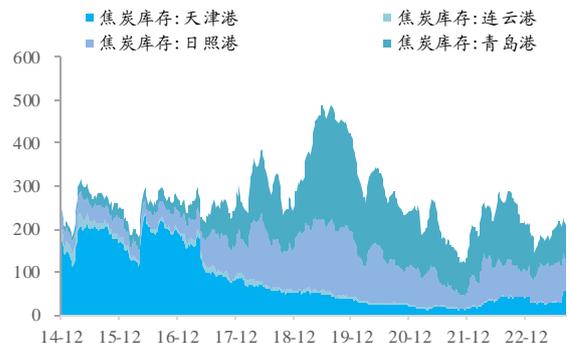
焦化厂焦炭库存环比上升, 港口焦炭库存环比下降。100家焦化企业焦炭总库存 56.90 万吨, 环比上升 5.50 万吨; 北方四港口焦炭库存总计 194.70 万吨, 周环比下降 12.80 万吨。

图 24 焦化厂焦炭库存环比上升 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 25 焦炭港口库存环比下降 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

钢厂焦煤库存环比上升, 钢厂焦煤平均可用天数上升。上周焦煤钢厂库存 746.28 万吨, 环比上升 18.57 万吨; 钢厂焦煤库存平均可用天数 12.14 天, 较前一周上升 0.32 天。

图 26 钢厂焦煤库存环比上升 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 27 钢厂焦煤可用天数上升 (单位: 万吨)

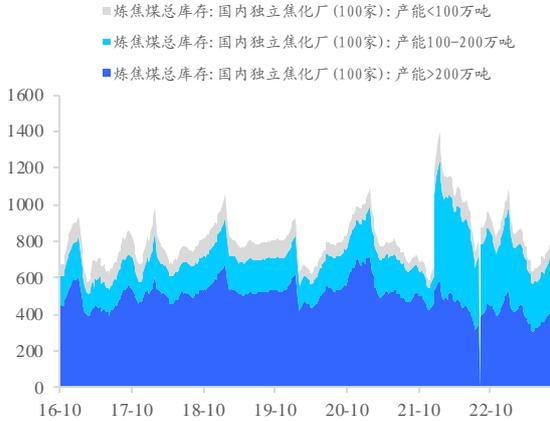


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

独立焦化厂焦煤库存下降, 三港口焦煤库存下降, 六港口焦煤库存下降。100家独立焦化厂焦煤库存 755.70 万吨, 环比下降 22.60 万吨。上

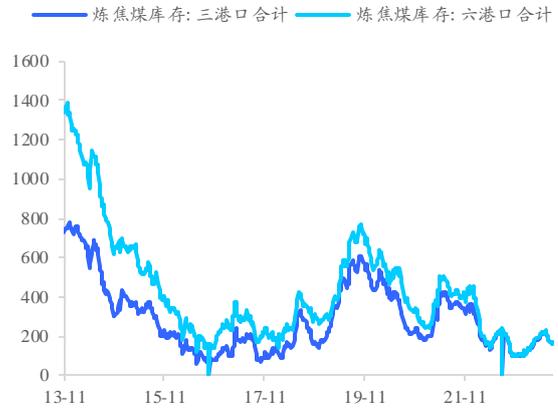
周三港口（京唐、日照、连云港）焦煤库存 160.30 万吨，周环比下降 10.60 万吨。六港口（三港口和青岛、日照、连云港）焦煤库存 160.30 万吨，较前一周下降 10.60 万吨。

图 28 独立焦化厂焦煤库存下降(单位:万吨)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 29 三港口、六港口焦煤库存下降(单位:万吨)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

## 4.2. 煤炭——钢铁方案未提平控，中报披露业绩回落

高库存对动力煤仍有压制，钢铁稳增长方案未提平控。8月第四周，北方港 Q5500 平仓价为 828 元/吨(+16 元)，京唐港主焦煤(山西)价格为 2100 元/吨(-50 元)，同期，澳洲 LNG 工厂罢工预期下降天然气价格回落，海外煤价涨跌互现，API2(北欧)、API4(南非)、API6(澳洲)煤价分别周环比+4 (+3.1%)、-1(-0.5%)、-1(-0.8%)美元/吨。旺季并未完成去库：1) 据煤炭运销协会截至 8 月 10 日全国统调电厂库存 1.96 亿吨，同比+2100 万吨；2) CCTD 统计的国内主流港口煤炭库存 6548 万吨，同比+908 万吨；3) 内蒙 7 月国有重点煤矿库存 196 万吨，同比+105 万吨。高库存下，国内补库较小，而国内供给在 7 月安检月度过后预计以稳定保供为主，因此供需边际在进口。8 月 25 日，工信部等七部门印发《钢铁行业稳增长工作方案》提出 2023 年钢铁行业供需保持动态平衡，钢铁产量的平控预期下降，于焦煤、焦炭等原材料端的压制减弱。国际尿素下跌，国内补涨，无烟块煤下游景气提升。在 7 月 17 日俄罗斯宣布不延长《黑海谷物协议》后，乌克兰国家通讯社 8 月 16 日报道首艘民用货船通过黑海临时走廊，预计包括尿素在内的农、化产品贸易将得到恢复。叠加印度尿素采购落地，8 月 24 日黑海尿素 fob 354\$较月初下跌 63\$，而国内尿素(山西兰花小颗粒)8 月 24 日 2460 元/吨(周环比+40 元)。截至 8 月 15 日，中国氮肥工业协会公布的尿素全国库存 32 万吨，环比-4.2 万吨，同比-15.2 万吨，低库存下尿素价格有望维持或向上。而原料端无烟块煤将受益下游景气提升，作为拥有尿素(100 万吨)的山西省无烟煤龙头兰花科创将受益。

### 4.2.1. 市场煤：煤价回暖，长协趋稳

北方港市场煤价格上涨。截至 2023 年 8 月 25 日，北方港市场煤情况：

北方黄骅港 Q5500 平仓价 828 元/吨，较上周上涨 16 元/吨（2.0%）；黄骅港 Q5000 平仓价 721 元/吨，较上周上涨 15 元/吨（2.1%）。

图 30：北方黄骅港 Q5500 平仓价上涨 16 元/吨（2.0%）

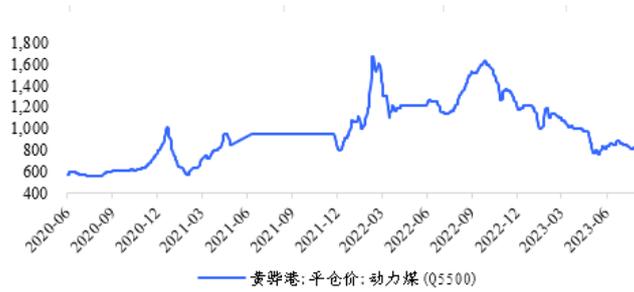
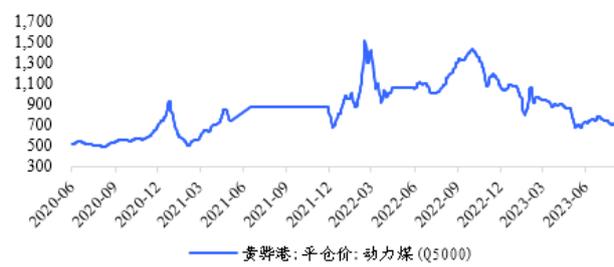


图 31：北方黄骅港 Q5000 平仓价上涨 15 元/吨（2.1%）



数据来源：wind、国泰君安证券研究

注：2021 年 7 月 9 日至 2021 年 12 月 22 日期间，该数据停更

数据来源：wind、国泰君安证券研究

注：2021 年 7 月 9 日至 2021 年 12 月 22 日期间，该数据停更

**江内港口市场煤价格上涨。**截至 2023 年 8 月 25 日，江内徐州港 Q5500 动力煤船板价为 900 元/吨，较上周上涨 10 元/吨（1.1%）；江内徐州港 Q5000 动力煤船板价为 800 元/吨，较上周上涨 20 元/吨（2.6%）。

**南方港口市场煤价格上涨。**截至 2023 年 8 月 25 日，南方宁波港 Q5500 动力煤库提价为 869 元/吨，较上周上涨 16 元/吨（1.9%）；南方宁波港 Q5000 动力煤库提价为 758 元/吨，较上周上涨 15 元/吨（2.0%）。

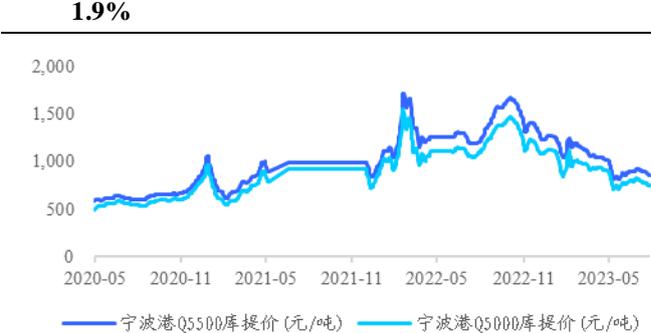
图 32：江内徐州港 Q5500 船板价上涨 10 元/吨，上涨 1.1%



数据来源：wind、国泰君安证券研究

注：2021 年 7 月 9 日至 2021 年 12 月 22 日期间，该数据停更

图 33：南方宁波港 Q5500 船板价上涨 16 元/吨，上涨 1.9%



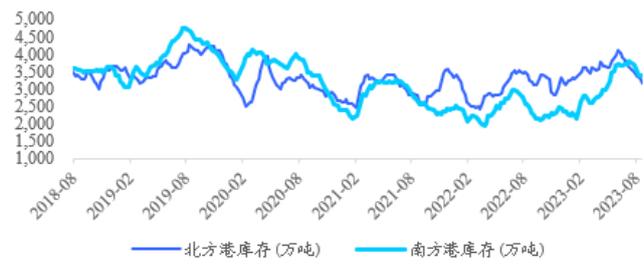
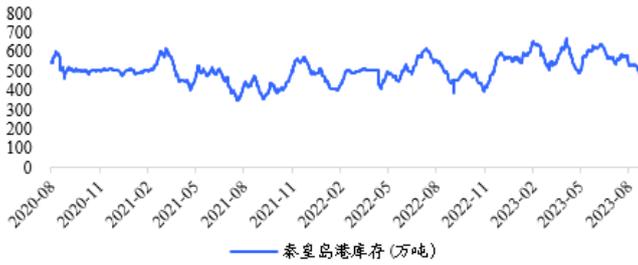
数据来源：wind、国泰君安证券研究

注：2021 年 7 月 9 日至 2021 年 12 月 22 日期间，该数据停更

**秦皇岛、北方港库存均减少，南方港库存有所提升。**截至 2023 年 8 月 26 日，秦皇岛库存 477 万吨，较上周减少 31.0 万吨（-6.1%）。截至 2023 年 8 月 21 日 CCTD 北方主流港口库存为 3156.9 万吨，较上周减少 143.1 万吨（-4.3%）；南方港库存 3392 万吨，较上周增加 21.2 万吨（0.6%）。

图 34：秦皇岛库存较上周减少 31.0 万吨（-6.1%）

图 35：南方港库存增加，北方港库存减少



数据来源: wind、国泰君安证券研究

数据来源: wind、国泰君安证券研究

**国内运价上涨，国际 CDFI 下跌。**截至 2023 年 8 月 25 日，国内 OCFI 运价:秦皇岛-广州、秦皇岛-上海分别为 25.9 元/吨、16.4 元/吨，较上周变化分别为: 上涨 0.9 元/吨 (3.6%)、上涨 1.4 元/吨 (9.3%)；截至 2023 年 8 月 25 日，国际 CDFI 运价: 纽卡斯尔-舟山、萨马林达-广州分别为 11.66 美元/吨、6.43 美元/吨，较上周变化分别为: 下跌 0.61 美元/吨 (-5.00%)、下跌 0.09 美元/吨 (-1.40%)。

图 36: 国内运价上涨 (元/吨)

图 37: 国际 CDFI 下跌 (美元/吨)



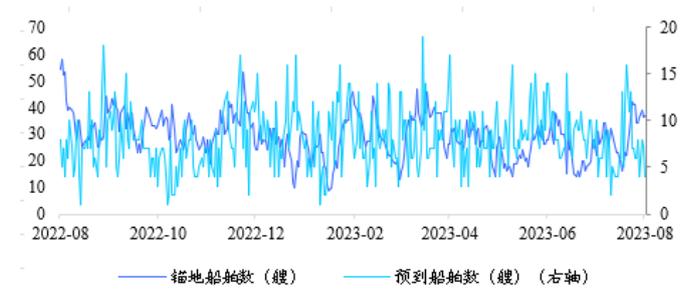
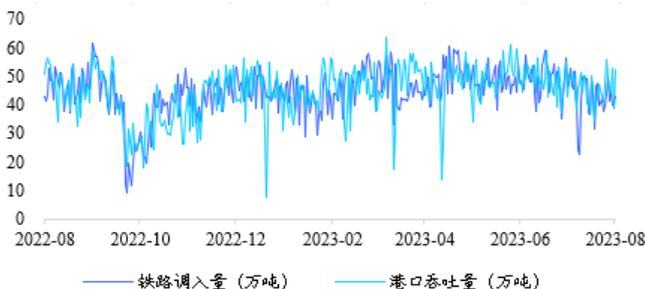
数据来源: wind、国泰君安证券研究

数据来源: wind、国泰君安证券研究

**秦皇岛港铁路调入量减少，锚地船舶数、港口吞吐量增加。**截至 2023 年 8 月 25 日，秦皇岛港铁路调入量 43.1 万吨，较上周增加 3.1 万吨 (7.8%)；港口吞吐量 52.1 万吨，较上周增加 5.1 万吨 (10.9%)；截至 2023 年 8 月 25 日，秦皇岛港锚地船舶数 37 艘，较上周减少 4 艘 (-9.8%)；预到船舶数 4 艘，较上周减少 3 艘 (-42.9%)。

图 38: 秦皇岛港铁路调入量增加，港口吞吐量增加

图 39: 秦皇岛港锚地船舶数减少



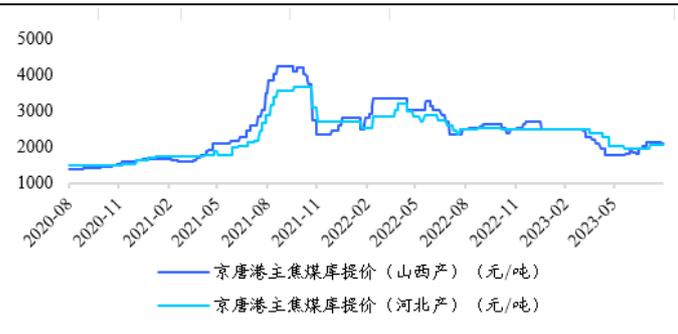
数据来源: wind、国泰君安证券研究

数据来源: wind、国泰君安证券研究

4.2.2. 焦煤：国内整体持平，海外表现分化

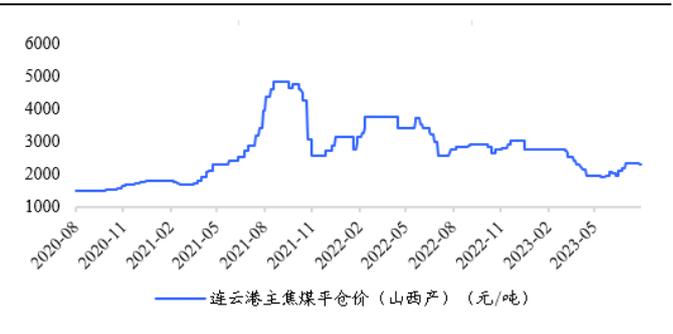
京唐港主焦煤库提价（山西产）、连云港焦煤价格下跌，京唐港主焦煤库提价（河北产）较上周持平。截至2023年8月25日，京唐港主焦煤库提价（山西产）2100元/吨，较上周下跌50元/吨（-2.3%）；京唐港主焦煤库提价（河北产）2060元/吨，与上周持平；截至2023年8月25日，连云港山西产主焦煤平仓价2309元/吨，较上周下跌59元/吨（-2.5%）。

图 40：京唐港主焦煤库提价（山西产）较上周下跌 50 元/吨（-2.3%）



数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 41：连云港山西产主焦煤平仓价较上周下跌 59 元/吨（-2.5%）



数据来源：wind、国泰君安证券研究

焦煤三港库存、六港库存均有回升。截至2023年8月18日，炼焦煤库存三港合计170.9万吨，较上周增加3.8万吨（2.3%）；炼焦煤库存六港合计170.9万吨，较上周增加3.8万吨（2.3%）。

图 42：焦煤三港口库存较上周增加 3.8 万吨（2.3%）



数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 43：焦煤六港口库存较上周增加 3.8 万吨（2.3%）

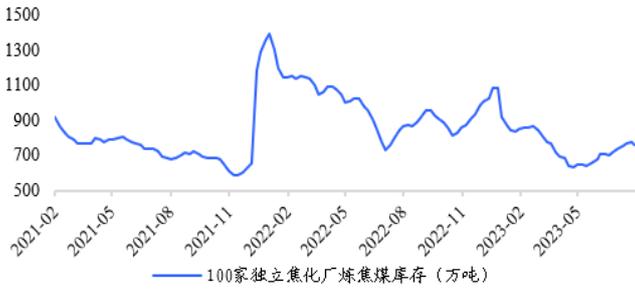


数据来源：wind、国泰君安证券研究

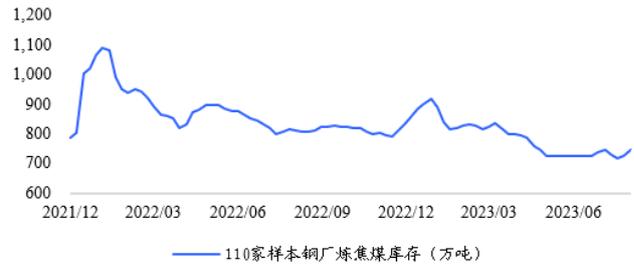
焦化厂库存提升，钢厂焦煤库存下降。截至2023年8月25日，100家独立焦化厂炼焦煤库存755.60万吨，较上周减少22.8万吨（-2.9%）；110家样本钢厂炼焦煤库存746.28万吨，较上周增加18.6万吨（2.6%）。

图 44：独立焦企焦煤库存较上周减少 22.8 万吨(-2.9%)

图 45：钢厂焦煤库存较上周增加 18.6 万吨（2.6%）



数据来源: wind、国泰君安证券研究

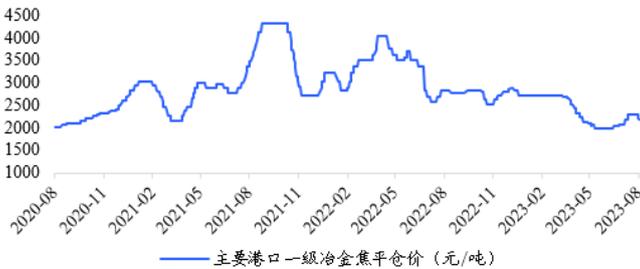


数据来源: wind、国泰君安证券研究

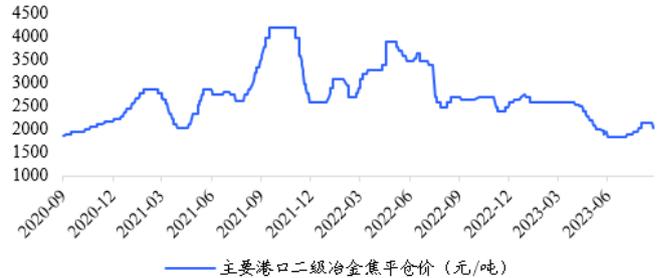
国内主要港口平均仓冶金焦价格下跌。截至 2023 年 8 月 25 日，国内主要港口一级冶金焦平仓价 2187 元/吨，较上周下跌 100.0 元/吨(-4.4%)；二级冶金焦平仓价 2038 元/吨，较上周下跌 100.0 元/吨(-4.7%)。

图 46: 国内主要港口一级冶金焦价较上周下跌 100.0 元/吨 (-4.4%)

图 47: 国内主要港口二级冶金焦价较上周下跌 100.0 元/吨 (-4.7%)



数据来源: wind、国泰君安证券研究



数据来源: wind、国泰君安证券研究

## 5. 有色金属

### 5.1. 基本金属——积极因素累积，价格修复可期

周期研判: 美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 会议上继续强调通胀目标，整体态度虽偏鹰，但并未超出市场预期，而且讲话暗示了核心通胀的下降趋势和劳动力市场“逐渐正常化”，后续加息仍是数据依赖路径。另外，美国 8 月 Markit 制造业 PMI/服务业 PMI 初值 47/51，均不及预期，5-6 月份以来市场升温的紧缩预期或迎来修正。国内方面，央行调降 1 年期 LPR 利率、住建部等三部门推动“认房不认贷”正式落地，随着政策端继续发力，国内需求有望逐步筑底回暖。当前工业金属库存处于低位，随着“金九银十”需求旺季临近，金融属性/商品属性的积极因素正在累积，价格修复或可期待。

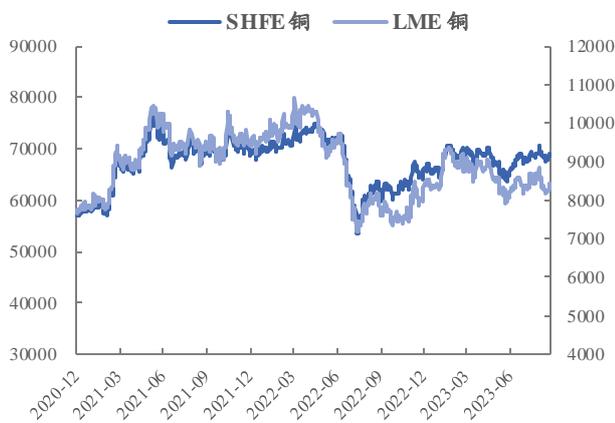
电解铝: 需求旺季临近，低库存或继续支撑铝价。①价格: 上周 LME/SHFE 铝涨 0.63%/0.84% 至 2150.5/18555(美)元/吨。②供给端: 云南铝厂已基本复产完毕。目前云南省内运行产能抬升至 550 万吨以上，后期云南宏泰或仍有少量产能继续启动，但考虑到山东同步减量，对整体供应影响有限。上周电解铝开工产能 4274.9 万吨，增 12 万吨。③需求、库存: 铝水转化率提升，库存维持低位。上周铝加工企业开工率环比降 0.1% 至 63.6%。加工订单有所好转，铝锭库存维持低位，

SMM 社会铝锭、铝棒库存为 49.4 (+0.4)、7.39 (-0.01) 万吨。④盈利端：铝锭价格上涨，吨铝盈利升至 1985 元左右。

铜：积极因素累积，铜价或偏强运行。①价格：上周 LME/SHFE 铜涨 1.40%/1.37% 至 8355.5/68930(美)元/吨。②供给：7 月国内电解铜产量 87.2 万吨，环比增 1%，8 月冶炼厂大量检修结束后国内精炼铜产量或有增长。③需求、库存：上周精铜杆开工率 68.71%，周降 0.62%。全球显性库存合计 27.43 万吨，环比减少 0.97 万吨。④冶炼盈利：据 SMM 统计，7 月国内铜精矿现货冶炼盈利 1451 元/吨，长单冶炼盈利 1240 元/吨。

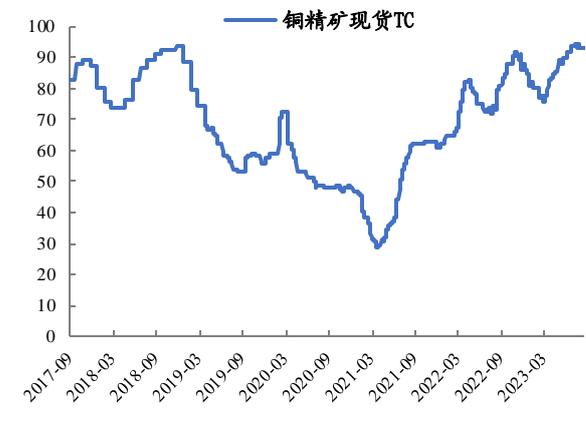
5.1.1. 铜板块：积极因素累积，铜价或偏强运行

图 48: SHFE 铜涨 1.37%，LME 铜涨 1.40%



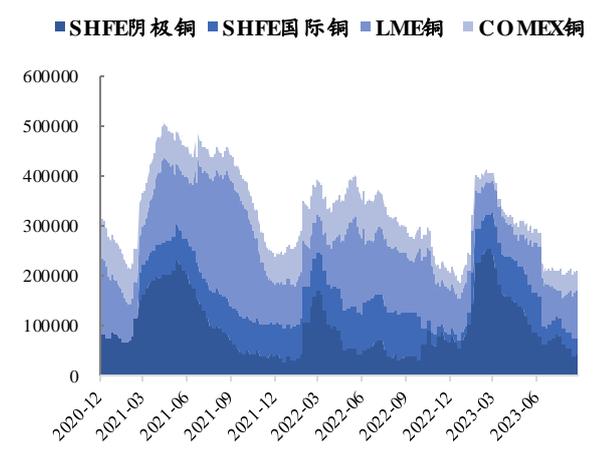
数据来源：Wind，国泰君安证券研究，单位：元/吨、美元/吨

图 49: 铜矿加工费环比持平为 93.2 美元/吨



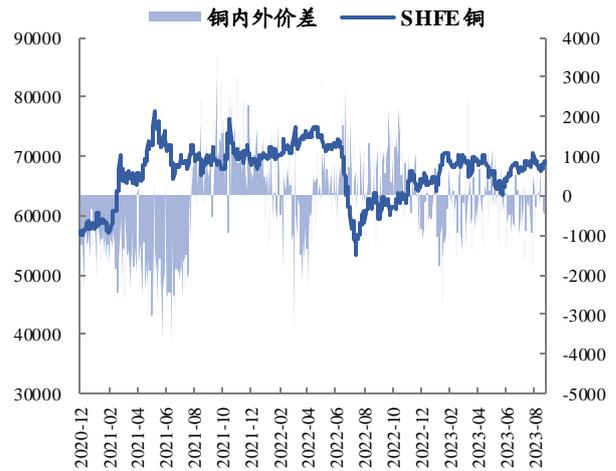
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 50: 铜交易所库存为 20.7 万吨，升 0.02 万吨



数据来源：Wind，国泰君安证券研究，单位：吨

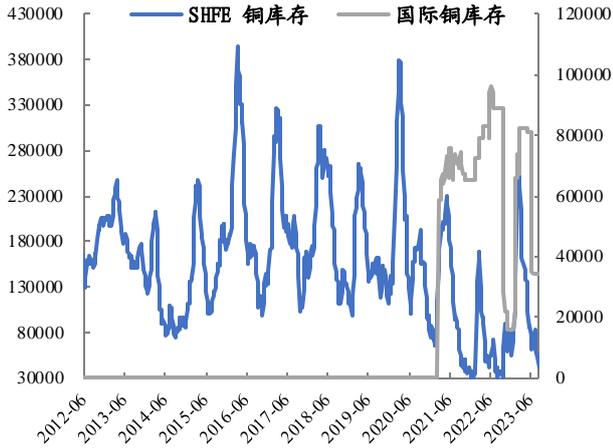
图 51: 铜内外价差 186 元/吨



数据来源：Wind，国泰君安证券研究，单位：元/吨

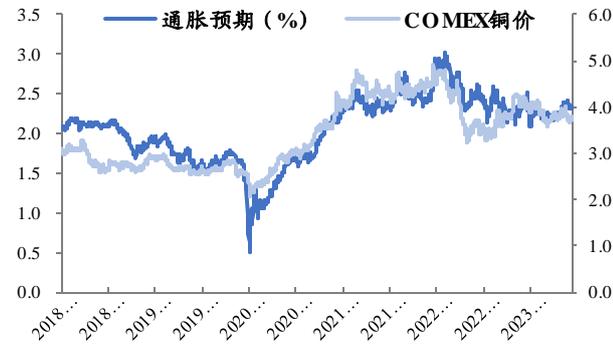
图 52: SHFE 铜及国际铜合计库存 7.48 万吨

图 53: 上海保税区库存降 0.6 万吨至 5.7 万吨

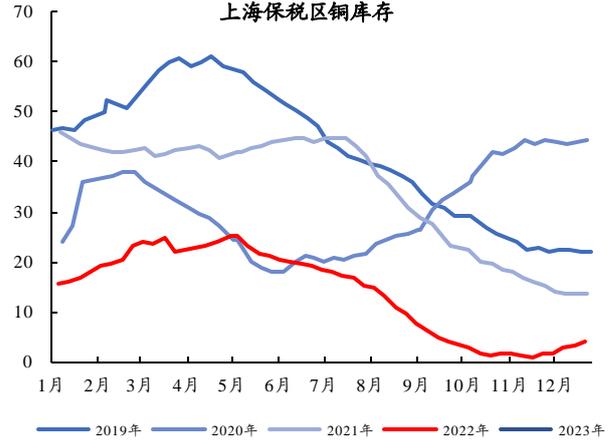


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 单位: 吨

图 54: COMEX 铜与 10Y 美债隐含通胀预期 2.33%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 单位: 美元/盎司



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 单位: 万吨

图 55: SHFE 铜基差为 410 元/吨, 周降 300 元



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 单位: 元/吨

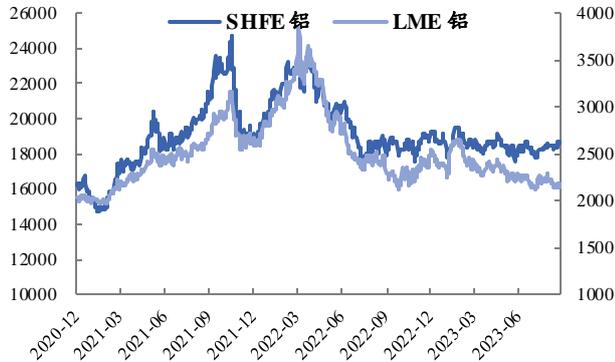
表 1: SMM 铜精杆加工企业周度开工率

区域	周度开工率	成品库存 (万吨)	企业生产及销售情况
华东企业 A	60.63%	偏高	订单下滑, 库存增加很多
华东企业 B	48.00%	偏高	铜价高下游不接受, 订单下滑, 库存增加
华南企业 C	96.00%	偏高	铜价高需求一般, 下游刚需为主, 成品库存偏高
西南企业 D	74.18%	正常	铜价走高且升水维持在高位, 下游下单量减少, 成品库存增加
华东企业 E	100.00%	正常	按订单排产, 生产正常, 需求不是很旺, 尤其是漆包线
华中企业 F	80.00%	正常	这两周废杆供应紧张, 也确实拉动了精炼铜的消费
华东企业 H	96.00%	正常	下游汽车线束订单稳定
华南企业 I	76.36%	正常	铜价回升订单有所减少
华东企业 J	51.20%	偏高	周内新订单不多, 继续以去成品库存为主
西南企业 K	49.92%	正常	维持一条线正常生产
华中企业 L	72.01%	正常	新增订单不好, 主要是之前的订单正常排产
华北企业 M	0.00%	正常	检修进入尾声, 周六计划出杆
华北企业 N	100.09%	正常	近期维持两条线全开, 但感觉到订单不如上周, 成品库存略有增加
华北企业 P	85.33%	正常	下游下单减少, 成品库存增加
华北企业 Q	100.00%	较低	订单稳定, 下游提货也比较快

数据来源: SMM, 国泰君安证券研究, 数据截至 2023 年 8 月 25 日

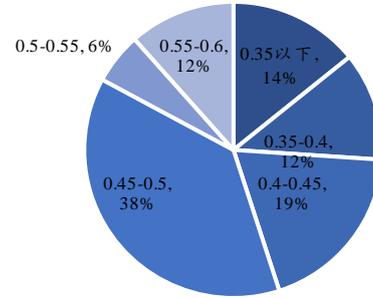
5.1.2. 铝板块：需求旺季临近，低库存或继续支撑铝价

图 56: SHFE 铝涨 0.84%，LME 铝涨 0.63%



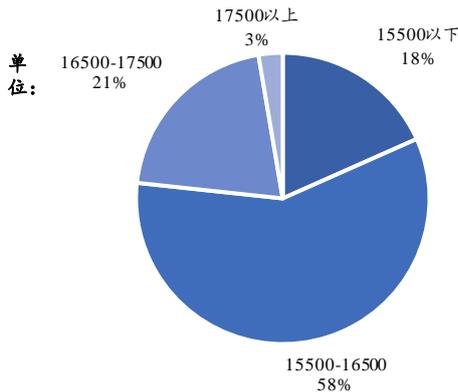
数据来源：Wind，国泰君安证券研究，单位：元/吨、美元/吨

图 57: 2023 年 7 月电解铝度电成本 0.427 元



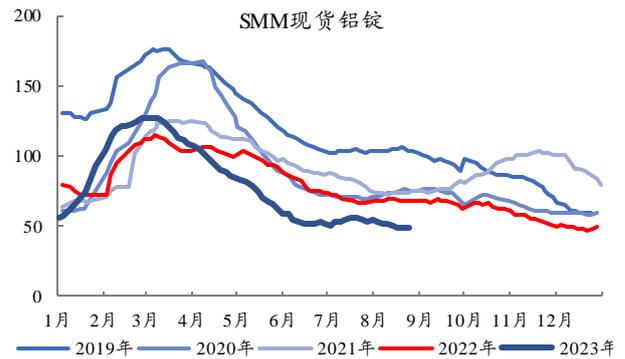
数据来源：百川资讯，国泰君安证券研究 单位：元/度

图 58: 2023 年 7 月电解铝平均成本为 15833.6 元



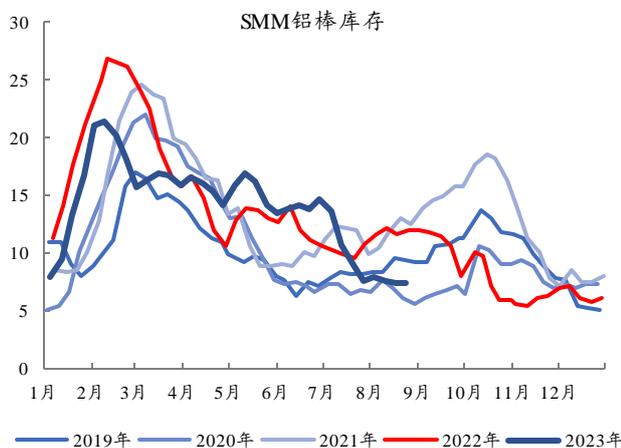
数据来源：百川资讯，国泰君安证券研究，单位：元/吨

图 59: 现货铝锭库存升 0.4 万吨至 49.4 万吨



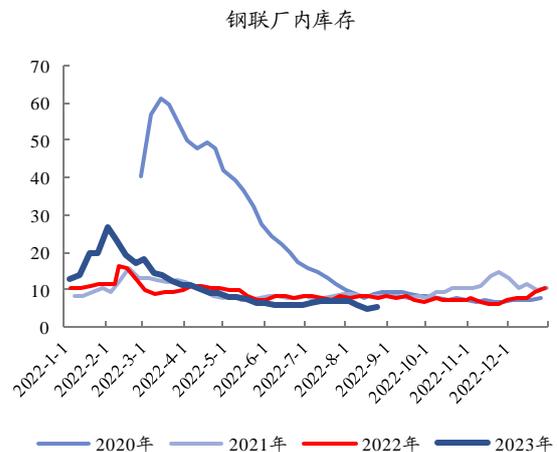
数据来源：Wind，国泰君安证券研究，单位：万吨

图 60: 铝棒库存降 0.01 万吨至 7.39 万吨



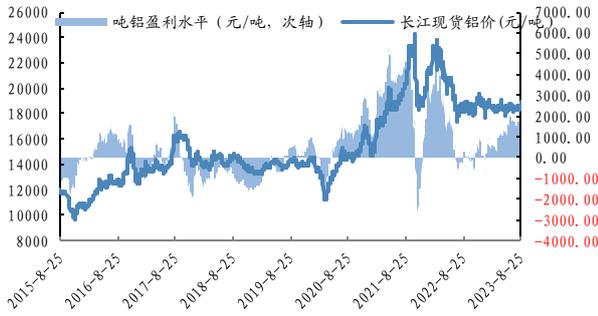
数据来源：Wind，国泰君安证券研究，单位：万吨

图 61: 钢联铝锭厂内库存升 0.4 万吨至 5.4 万吨



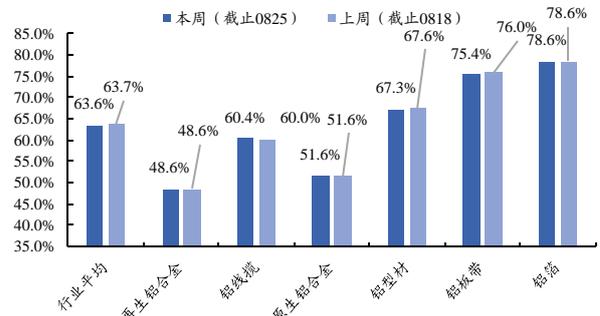
数据来源：Wind，国泰君安证券研究，单位：万吨

图 62: 电解铝行业平均盈利约为 1985 元/吨



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 63: 铝加工企业开工率降 0.1%至 63.6%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 2: 2023 年铝加工龙头企业周度开工率统计(8/25 更新)

日期	行业平均	再生铝合金	铝线揽	原生铝合金	铝型材	铝板带	铝箔
8/21-8/25	63.6%	48.6%	60.4%	51.6%	67.3%	75.4%	78.6%
8/14-8/18	63.7%	48.6%	60.0%	51.6%	67.6%	76.0%	78.6%
8/7-8/11	63.9%	49.3%	60.0%	51.6%	67.3%	76.0%	79.4%
7/31-8/4	63.4%	49.6%	59.0%	54.6%	61.6%	76.0%	79.4%
7/24-7/28	63.4%	49.6%	58.6%	54.6%	61.9%	76.0%	79.4%
7/17-7/21	62.9%	49.6%	57.8%	54.6%	61.7%	74.4%	79.4%
7/10-7/14	63.1%	49.6%	57.8%	54.6%	62.0%	74.4%	80.4%
7/3-7/6	63.3%	50.3%	57.8%	54.6%	62.5%	74.4%	80.4%
6/26-6/29	63.8%	50.3%	58.2%	54.6%	65.0%	74.4%	80.4%
6/19-6/21	63.9%	50.3%	58.4%	54.6%	66.0%	74.4%	79.7%
6/12-6/15	63.9%	50.3%	58.4%	54.6%	66.0%	74.4%	79.7%
6/5-6/8	64.2%	49.0%	59.0%	55.0%	67.5%	74.4%	80.3%
5/29-6/1	64.1%	49.6%	59.0%	55.0%	66.5%	74.4%	80.3%
5/22-5/25	64.1%	49.6%	58.0%	55.0%	67.0%	74.8%	80.3%
5/15-5/18	64.2%	49.6%	58.0%	55.0%	67.5%	75.8%	80.3%
5/8-5/11	64.7%	49.6%	58.0%	55.0%	66.7%	78.0%	81.0%
5/1-5/5	63.8%	44.0%	56.4%	55.0%	66.7%	79.4%	81.4%
4/24-4/27	65.5%	49.8%	58.4%	56.2%	68.0%	79.4%	81.4%
4/17-4/20	65.3%	50.1%	58.4%	56.2%	66.0%	79.4%	81.4%
4/10-4/13	65.3%	50.1%	58.4%	56.2%	66.0%	79.4%	81.4%
4/3-4/6	65.2%	50.1%	58.0%	56.2%	66.0%	79.4%	81.4%
3/27-3/30	64.7%	50.4%	56.0%	56.2%	65.0%	79.4%	81.4%
3/20-3/23	64.4%	50.4%	56.0%	56.2%	64.0%	78.8%	81.1%
3/13-3/16	64.2%	50.4%	55.0%	56.2%	63.5%	78.8%	81.1%
3/3-3/9	63.2%	50.4%	53.0%	56.2%	60.5%	78.2%	81.1%
2/27-3/2	63.0%	49.4%	53.0%	56.2%	60.0%	78.2%	81.1%
2/20-2/23	61.8%	47.5%	50.0%	56.2%	58.0%	77.8%	81.1%
2/13-2/16	61.5%	47.5%	50.0%	56.2%	58.0%	77.0%	80.4%
2/6-2/9	59.8%	44.4%	47.0%	55.0%	57.5%	75.4%	79.4%
1/30-2/2	57.4%	39.4%	42.0%	55.0%	55.5%	73.0%	79.4%
1/16-1/19	56.1%	33.8%	46.0%	55.0%	49.5%	73.0%	79.4%
1/9-1/12	61.4%	49.0%	57.2%	55.0%	54.5%	73.0%	79.4%
1/2-1/5	62.8%	49.0%	57.6%	57.0%	59.3%	74.4%	79.4%

数据来源: SMM, 国泰君安证券研究

## 5.2. 贵金属——悲观情绪消化，金银反转临近

□ 周期研判：上周美联储主席鲍威尔发言，强调降低通胀的决心不变，但会更加谨慎，偏鹰信号释放来自较强劲的经济数据，美国至8月19日当周初请失业金人数为23万人、低于预期与前值，金银价格回调、充分计价利空因素。但美国薪资增速开始拐头、从1月的6.1%降至7月的5.7%，劳动力市场紧张正在缓解，核心通胀粘性有望降低。同时美国8月消费者信心指数下滑至69.5、低于预期，8月Markit制造业和服务业PMI均下降、制造业指数持续位于荣枯线以下，此外信贷紧缩下、银行业前景恶化，美国经济仍面临下行压力。美联储加息尾声，随着流动性预期改善，贵金属价格或将迎来反转。同时，去美元化下，央行购金需求为金价提供有力支撑。

□ 黄金：随着流动性预期改善，金价反转临近。价格：上周SHFE金、COMEX金、伦敦金现变化0.59%、1.40%、1.34%至458.50元/克、1943.30美元/盎司、1914.64美元/盎司。库存：SHFE金库存为2.59吨，较上周减少0.05，COMEX金库存较上周减少5.97吨至672吨。持仓：COMEX黄金非商业净多头持仓量较上周减少1.92万张，SPDR黄金ETF持仓量较上周减少19.49万盎司。央行购金：截至7月末，我国央行黄金储备达6869万盎司，环比增加了74万盎司，已连续九个月增加。

□ 白银：金融属性主导，杠杆银价格弹性更大。价格：上周SHFE银、COMEX银、伦敦银现变化3.15%、6.83%、6.48%至5823元/千克、24.64美元/盎司、24.21美元/盎司。库存：SHFE银库存为1344吨，较上周减少82吨，金交所银库存与上周持平，为1907吨，COMEX银库存较上周减少110吨至8590吨。持仓：COMEX白银非商业净多头持仓量较上周增加0.50万张，SLV白银ETF持仓量较上周减少约651.17万盎司。制造业景气度：7月份我国制造业PMI为49.3%，未来随着经济企稳回升，光伏行业高景气下，将拉动白银的工业需求。

表 5: 黄金、白银去库

黄金	单位	2023/08/25	周增减量	月增减量	年增减量
SHFE 黄金	吨	2.59	-0.05	-0.12	-0.75
COMEX 黄金	吨	672	-5.92	-19	-49
银	单位	2023/08/25	周增减量	月增减量	年增减量
SHFE 银	吨	1,344	-82	-216	-806
金交所银	吨	1,907	0	-43	-240
COMEX 银	吨	8,590	-110	-172	-710

数据来源：同花顺，国泰君安证券研究，收盘价数据截至2023年08月25日

## 6. 建材——中报优等生率先修复，关注政策发力

□ 水泥：上周全国水泥市场价格大体保持平稳。价格上涨区域主要是山东省，幅度 10-30 元/吨；价格回落区域为江苏和江西，幅度 10-20 元/吨。8 月下旬，受市场资金紧张因素影响，大多数地区在建项目施工进度缓慢，水泥需求环比提升有限；分区域看，长三角和珠三角地区企业发货率在 7-8 成，华北、东北、西南和西北地区多在 4-7 成不等。价格方面，受益于错峰生产和行业自律，局部地区水泥企业积极复价，助推全国整体价格实现企稳。

□ 玻璃：上周国内浮法玻璃均价为 2089.02 元，环比上涨 3.65 元。上周浮法玻璃市场交投一般，涨跌互现，部分成交重心小幅下移。周内市场维持消化社会库存，浮法厂及贸易商出货受一定限制，市场信心有所转弱，部分兑现利润，存一定让利促销。近期除主产区沙河、湖北库存增量相对明显外，其他区域增量有限，库存整体可控。

### 6.1. 水泥——需求有望回升，价格继续下探动力不足

上周全国水泥市场价格大体保持平稳。价格上涨区域主要是山东省，幅度 10-30 元/吨；价格回落区域为江苏和江西，幅度 10-20 元/吨。8 月下旬，受市场资金紧张因素影响，大多数地区在建项目施工进度缓慢，水泥需求环比提升有限；分区域看，长三角和珠三角地区企业发货率在 7-8 成，华北、东北、西南和西北地区多在 4-7 成不等。价格方面，受益于错峰生产和行业自律，局部地区水泥企业积极复价，助推全国整体价格实现企稳。

**华北地区水泥价格尝试推涨。**京津冀地区水泥企业于 8 月中下旬公布价格上调 30 元/吨，从市场反馈情况看，价格仍在落实中，受阶段性降雨天气影响，工地施工不畅，另一方面，资金紧张，工程项目和搅拌站开工率较差，对价格上涨支撑不足。目前北京地区企业出货 6 成左右；天津地区日发货 3-4 成，河北石家庄、保定以及邯邢地区企业出货 4-6 成不等，库存均高位运行。

**华东地区水泥价格涨跌互现。**江苏南京地区水泥价格下调 20 元/吨，现 P.042.5 散出厂价 220-240 元/吨，房地产市场不景气，搅拌站开工率较弱，以及重点工程项目施工进度一般，市场需求表现清淡，企业发货在 6-8 成，受低价水泥冲击影响，本地企业为维护市场份额，再次下调价格。苏锡常地区雨水和高温天气减少，工程项目和搅拌站开工率有所提升，企业发货在 7-8 成，库存高位运行，由于个别企业地销价格略高，修正下调 10 元/吨，其他企业报价平稳。南通、淮安、连云港等地区水泥价格下调 10-20 元/吨，市场资金紧张，在建重点工程项目陆续线束，新开工项目较少，水泥需求表现不佳，企业发货仅在 5-6 成，且周边地区价格水平较低，为缩小价差，企业小幅回落价格。徐州地区水泥企业公布价格上涨 40 元/吨，熟料价格上涨 20-30 元/吨，受山东价格上涨带动，为改善盈利，企业积极跟涨，但目前市场需求环比无变化，企业发货 5-6 成，价格落实情况待跟踪。

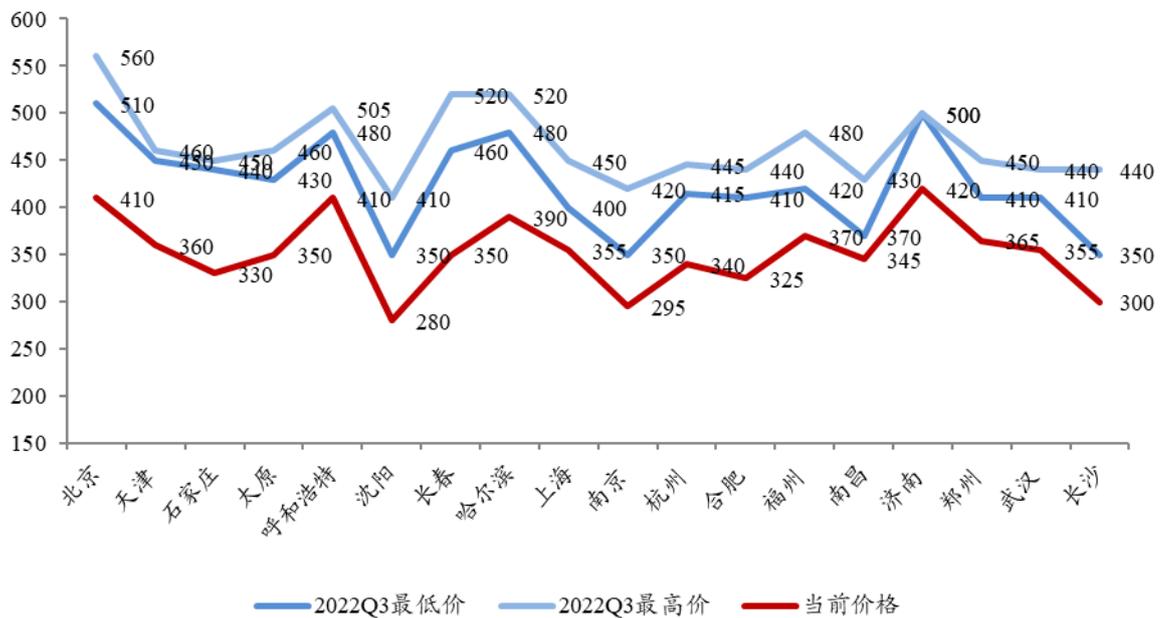
**中南地区水泥价格以稳为主。**广东珠三角地区水泥价格稳定，天气影响因素逐步消退，但由于搅拌站资金情况较差，开工积极性不高，整体市场需求环比提升不明显，企业发货维持在 7-8 成，库存高位运行。粤东地区水泥价格平稳，阶段性仍有雨水天气影响，搅拌站开工率不足，水泥需求环比提升有限，企业发货在 6-7 成，库存在 70%以上高位。湛江

和茂名地区水泥价格以稳为主，房地产和民用市场表现较弱，同时广西水泥仍有冲击，本地企业发货仅在6成左右，销售压力较大。

**西南地区水泥价格保持平稳。**四川成都地区水泥价格稳定，大运会结束后，工程恢复施工，以及价格回落后，本地企业出货环比提升10%左右，但短期看仍有外来低价水泥冲击，加之目前区域水泥价格偏高，后期价格有继续回落风险。德绵地区水泥价格趋弱运行，前期价格回落后，重庆水泥仍有进入，本地企业出货提升有限，在6-7成水平，库存快速升至高位，为提振销量，部分企业继续下调价格20元/吨，主导企业报价暂稳。达州地区水泥价格下调30元/吨，受高温影响，工程项目施工效率降低，水泥需求表现清淡，同时重庆地区低价水泥冲击严重，本地企业发货仅在5成左右，库存不断上升，为提振销量，企业降价促销。

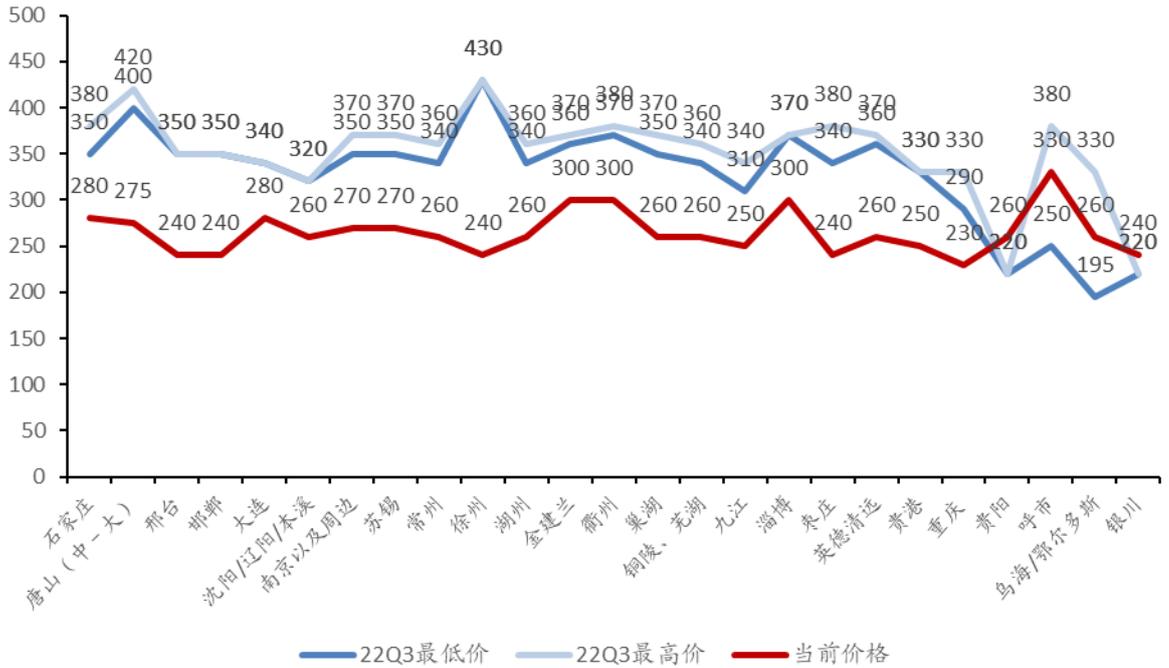
**西北地区水泥价格大稳小动。**陕西关中地区水泥价格趋弱运行，天气情况尚可，但受资金短缺影响，市场需求维持在5成左右，为提振销量，部分企业针对客户实施小幅优惠政策，价格有下行趋势。8-9月份，区域内企业增加错峰生产15天，但对缓解市场供需关系作用不大，库存仍持续高位运行。汉中地区水泥价格下调20-30元/吨，受强降雨天气影响，下游需求表现低迷，企业出货仅在4成左右，部分企业库满停产，前期价格上调部分企业执行情况欠佳，为稳定客户，价高企业陆续回落价格。

图 64：全国重点城市水泥（P0 42.5）价格与 2022 年同期对比（单位：元/吨）



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

图 65：全国重点城市熟料价格与 2022 年同期水平对比（单位：元/吨）



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

表 6: 8 月 21 日-8 月 25 日水泥市场变动

地区	变动情况
华东	<p><b>华东地区水泥价格涨跌互现。</b>江苏南京地区水泥价格下调 20 元/吨，现 P.O42.5 散出厂价 220-240 元/吨，房地产市场不景气，搅拌站开工率较弱，以及重点工程项目施工进度一般，市场需求表现清淡，企业发货在 6-8 成，受低价水泥冲击影响，本地企业为维护市场份额，再次下调价格。苏锡常地区雨水和高温天气减少，工程项目和搅拌站开工率有所提升，企业发货在 7-8 成，库存高位运行，由于个别企业地销价格略高，修正下调 10 元/吨，其他企业报价平稳。南通、淮安、连云港等地区水泥价格下调 10-20 元/吨，市场资金紧张，在建重点工程项目陆续线束，新开工项目较少，水泥需求表现不佳，企业发货仅在 5-6 成，且周边地区价格水平较低，为缩小价差，企业小幅回落价格。徐州地区水泥企业公布价格上涨 40 元/吨，熟料价格上涨 20-30 元/吨，受山东价格上涨带动，为改善盈利，企业积极跟涨，但目前市场需求环比无变化，企业发货 5-6 成，价格落实情况待跟踪。</p> <p>浙江杭嘉湖地区水泥价格稳定，下游需求环比变化不大，企业发货在 7-8 成，库存偏高运行。甬温台地区水泥价格平稳，受阴雨天气影响，下游需求环比略有减弱，企业发货在 8 成左右。金建衢地区水泥价格下调 20 元/吨，雨水天气断断续续，工程项目和搅拌站开工率降低，水泥需求表现一般，且周边低价水泥不断冲击，企业发货在 7-8 成，为维护市场份额，价格小幅下调。</p> <p>安徽合肥及巢湖地区水泥价格稳定，房地产市场逐步萎缩，水泥需求表现一般，企业发货环比变化不大，企业发货在 7 成左右。沿江芜湖、铜陵地区水泥价格平稳，天气情况尚可，工程项目正常施工，水泥需求表现良好，企业日出货在 8-9 成，库存偏高运行。皖北蚌埠、阜阳、淮南地区水泥市场价格下调 20 元/吨，新开重点工程项目较少，房地产市场持续低迷，整体水泥需求环比无改善，企业发货维持在 5-6 成，库存高位运行，为求发货，企业下调价格。8 月 24 日起，长三角沿江地区水泥熟料价格开始推涨，幅度 20 元/吨，具体执行情况待跟踪。</p> <p>江西南昌和赣西地区水泥价格下调 10-30 元/吨，虽然天气好转，但市场资金紧张，水泥需求环比恢复有限，企业发货在 6-7 成，部分企业为求发货，继续小幅降价促销，其他企业陆续跟进。</p>

赣东北地区水泥价格下调 30 元/吨，房地产不景气，在建工程项目因资金较差施工进度缓慢，水泥需求表现一般，企业发货维持在 6-7 成，为增加销量，继续下调价格。

福建地区水泥价格趋强运行，受资金紧张和雷雨天气影响，下游需求环比没有明显提升，企业发货多保持在 4-5 成，目前省内企业基本处于亏损状态，为改善经营状况，企业计划于 8 月 28 日至 9 月 11 日执行错峰生产 15 天，同时推动水泥价格上涨，若错峰生产执行到位，价格或将有所上调。

山东地区水泥企业公布水泥及熟料价格上涨 30-50 元/吨，价格上涨主要原因：一是 8 月 1 日至 10 月 10 日，水泥企业执行错峰生产 30 天，减产约 40%；二是前期省内价格基本降至成本线或以下，随着周边河南、河北地区水泥价格陆续上涨，为改善盈利，本地企业积极推涨价格。从市场反馈情况看，部分地区执行上调 20-30 元/吨，其他地区正在推进中，目前市场需求表现一般，多数企业发货在 5-7 成水平，后期价格稳定性待跟踪。

**中南地区水泥价格以稳为主。**广东珠三角地区水泥价格稳定，天气影响因素逐步消退，但由于搅拌站资金情况较差，开工积极性不高，整体市场需求环比提升不明显，企业发货维持在 7-8 成，库存高位运行。粤东地区水泥价格平稳，阶段性仍有雨水天气影响，搅拌站开工率不足，水泥需求环比提升有限，企业发货在 6-7 成，库存在 70%以上高位。湛江和茂名地区水泥价格以稳为主，房地产和民用市场表现较弱，同时广西水泥仍有冲击，本地企业发货仅在 6 成左右，销售压力较大。

广西南宁和崇左地区水泥价格平稳，市场需求环比变化不大，企业发货仍维持在 5-6 成，库存高位。玉林和贵港地区水泥价格暂稳，在建工程项目因资金紧张，施工进度缓慢，下游需求表现清淡，企业发货在 5-6 成，库存 70%-80%高位，为增加出货量，企业针对局部地区价格有回落，幅度 10 元/吨。桂林和贺州地区水泥价格下调 40-50 元/吨，市场需求表现一般，企业日出货在 6-7 成，库存高位运行，部分企业为求发货，不断下调价格，其他企业陆续跟进。

## 中南

湖南长株潭地区水泥价格底部维稳，虽然天气情况尚可，但市场资金紧张，水泥需求环比无明显改善，企业发货在 5-6 成水平，库存高位运行，多数企业处于亏损状态，但因市场需求较差，短期价格上涨动力不足。衡阳、邵阳等地区水泥价格平稳，房地产不景气，下游需求无改善，企业发货 5-6 成，库存高位承压。常德、张家界地区水泥价格稳定，民用和重点项目需求均较弱，水泥需求持续疲软，企业日出货在 5 成左右，价格已降至成本线以内，后期将以稳为主。9-12 月，区域内企业计划执行错峰生产 55 天。

湖北武汉以及鄂东地区水泥价格平稳，天气晴好，但受资金紧张影响，水泥需求未见好转迹象，企业发货维持在 5 成左右，库存高位运行，部分企业生产线停产检修。恩施地区水泥价格下调 20-30 元/吨，虽然有重点工程项目支撑，但民建市场需求偏弱，加之湖南地区低价水泥进入量增加，为维护市场份额，本地企业被迫跟降。襄阳地区水泥价格暂稳，市场需求表现疲软，企业出货仅在 4-5 成，库存高位运行，前期价格上调后，外来水泥价格回落，本地企业跟降预期较大。

河南地区水泥企业公布第三轮价格上调 30 元/吨，熟料价格上调至 260 元/吨，8 月 20 日起，区域内企业增加 20 天错峰生产，从跟踪来看，各企业执行情况较好，全省仅有 2 条生产线未执行，另外前期价格上调过程中，部分企业并未完全落实，为稳定价格成果，企业再次推涨，欲以涨促稳。需求方面，受价格连续上涨影响，下游搅拌站拿货谨慎，企业综合出货仅在 5 成左右，短期库存仍在高位运行，8 月底，企业有继续推涨价格计划。

## 西南

**西南地区水泥价格保持平稳。**四川成都地区水泥价格稳定，大运会结束后，工程恢复施工，以及价格回落后，本地企业出货环比提升 10%左右，但短期看仍有外来低价水泥冲击，加之目前区域水泥价格偏高，后期价格有继续回落风险。德绵地区水泥价格趋弱运行，前期价格回落后，重庆水泥仍有进入，本地企业出货提升有限，在 6-7 成水平，库存快速升至高位，为提振销量，

部分企业继续下调价格 20 元/吨，主导企业报价暂稳。达州地区水泥价格下调 30 元/吨，受高温影响，工程项目施工效率降低，水泥需求表现清淡，同时重庆地区低价水泥冲击严重，本地企业发货仅在 5 成左右，库存不断上升，为提振销量，企业降价促销。

重庆主城以及渝西北地区水泥价格平稳，雨水天气断断续续，下游搅拌站开工不足，水泥需求表现欠佳，企业发货 5-6 成，近期企业错峰生产执行情况不佳，库存多升至 70% 左右，区域内价格降至成本线内，底部徘徊为主。渝东南地区受阶段性降雨天气影响，下游需求环比变化不大，企业出货维持在 5 成左右，库存高位运行，短期价格平稳运行。

云南昆明及周边地区水泥价格稳定，市场需求环比无明显变化，企业发维持在 4 成左右，库存持续高位运行。丽江地区水泥价格趋弱运行，受持续雨水天气影响，工程项目和搅拌站开工率极差，水泥需求表现疲软，企业发货仅在 3 成左右，虽然在执行错峰生产，但库存多高位运行，局部地区价格有松动迹象，企业稳价压力较大。

贵州贵阳、安顺地区水泥价格平稳，下游需求表现较弱，企业发货在 3-4 成，库存中高位运行，据企业反馈，除了阶段性降雨影响以外，区域内新开工项目较少，即使进入旺季水泥需求量也很难好转，企业只能通过停窑限产，维持价格平稳。遵义地区水泥价格平稳，受资金紧张影响，新建房地产和重点工程项目较少，加之雨水天气频繁，企业发货仅在 4-5 成，虽然在执行错峰生产，但供仍大于求，库存升至 70% 或以上。

西藏拉萨以及日喀则地区水泥价格平稳，下游资金到位情况不佳，重点工程项目施工进度放缓，目前仍以前期延续项目为主，水泥需求环比 7 月份下滑 10% 左右，企业出货量降到 4-5 成，库存高位运行，为缓解供给压力，部分企业生产线停产检修。

数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

8 月 21 日至 8 月 25 日，全国水泥库容比为 75.75%，环比上升 0.94%。

华北：库容比 75.91%，环比持平；

东北：库容比 74.38%，环比持平；

华东：库容比 74.58%，环比上升 1.04%；

中南：库容比 77.75%，环比下降 0.25%；

西南：库容比 71.25%，环比上升 7.50%；

西北：库容比 79.44%，环比下降 0.56%。

## 6.2. 玻璃——需求尚可，价格有望稳中有升

上周国内浮法玻璃均价为 2089.02 元，环比上涨 3.65 元。上周浮法玻璃市场交投一般，涨跌互现，部分成交重心小幅下移。周内市场维持消化社会库存，浮法厂及贸易商出货受一定限制，市场信心有所转弱，部分兑现利润，存一定让利促销。近期除主产区沙河、湖北库存增量相对明显外，其他区域增量有限，库存整体可控。需求端表现尚可，加工厂在手订单相对稳定，大厂订单较为饱满。月底个别产线存点火可能，供应量相对平稳。

产能方面，上周在产日熔量共计 170750 吨，环比增加 1400 吨，局部两条产线恢复正常生产；重点监测省份生产企业库存总量为 4027 万重量箱，较上周四库存增加 121 万重量箱，增幅 3.10%，库存由减转增，库存天数约 19.58 天，较上周增加 0.47 天。

我们判断：2023 年普通浮法玻璃或在底部展现出价格弹性。

表 7：2023 年 8 月 21 日至 8 月 25 日玻璃市场变动

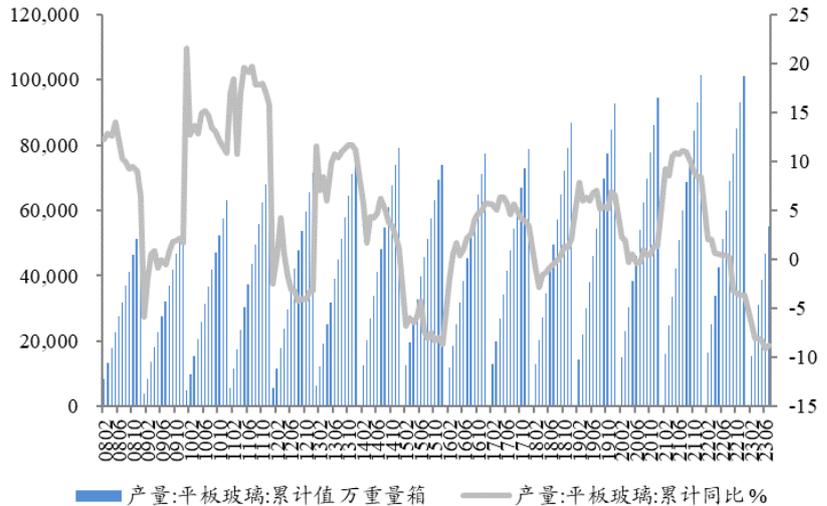
地区	变动情况
华东	<p><b>华东：局部价格下调，出货一般。</b>上周华东浮法玻璃市场以稳价为主，局部零星下调。周内，安徽、山东部分厂报价累计下调 2-3 元/重量箱不等，区域内成交存差异，江浙皖地区多数厂产销偏一般，山东地区多数厂产销可达平衡附近，整体库存小增。临沂蓝星二线 600T/D 近日改产白玻，白玻供应量存增加预期。当前需求端增量尚不明显，加之业者观望情绪增加，中下游提货趋谨慎，预计短期原片价格大概率稳价为主，局部零星调整。</p>
华南	<p><b>华南：价格以稳为主，产销尚可。</b>上周华南浮法玻璃市场价格以稳为主，个别价格小幅下调 2 元/重量箱，部分成交存在少量让利。周内华南企业整体出货情况维持尚可，产销基本在平衡附近小幅波动。周边市场成交松动对市场心态有一定影响，观望氛围加重。河源旗滨 600T/D 二线周内已出产品。预计短期市场价格偏稳运行，若企业出货放缓不排除让利促量可能。</p>
华北	<p><b>华北：主产区价格松动，交投一般。</b>周内华北玻璃价格沙河区域成交松动，交投转弱，区域存一定差异。沙河区域周内交投持续表现一般，大小板价格仍有松动，尤其小板产量逐步恢复，价格松动较明显。大板贸易商维持灵活价格出售，成交重心小幅下移，目前 5mm 大板市场主流成交 1870-1930 元/吨。京津唐区域成交氛围相较稍好，库存变化不明显，多数厂库存维持在低位。后市看，目前库存相对可控，但成交氛围一般，预计短期价格主流偏稳，部分或有小幅松动，重点关注出货情况。</p>
华中	<p><b>华中：个别价格下调，市场交投氛围不景气。</b>上周华中浮法玻璃市场价格主流走稳，个别厂价格下调。较上周而言，上周浮法玻璃成交量明显下降，市场交投氛围不景气，厂家出货放缓。尽管库存仍处低位，但对未来市场交投信心不足，部分厂家为提高产销，采取降价手段，市场成交价格重心向下偏移。中下游刚需补货为主，消化自身库存，提货动力不足。下周来看，为缓解交投现状、促进玻璃成交、稳定市场信心，部分厂家或存降价心理。</p>
西南	<p><b>西南：价格稳定为主，库存低位。</b>上周西南浮法玻璃市场价格基本稳定，零星小幅上调，多数厂家产销基本平衡，库存变化不大。目前西南企业库存处于偏低水平，部分厂部分规格货源偏紧。预计短期出货仍可维持，价格偏稳运行。</p>
东北	<p><b>东北：部分厂价格下调，成交一般。</b>上周东北区域成交一般，部分厂价格下调 1-2 元/重量箱。受旺季因素支撑中下游订单勉强维持尚可，个别稍有增加，市场交氛围一般，部分厂为维持产销平衡，采取降价手段，库存处于正常水平。目前正值季节旺季，东北厂家预期维持一定产销为主。</p>
西北	<p><b>西北：价格局部上涨，出货存差异。</b>上周西北浮法玻璃价格主流走稳，局部零星上调，累计涨幅 5-6 元/重量箱，区域内成交存差异，多数厂产销偏一般，个别厂出货维持平稳。西北市场整体需求持续性仍需观察，预计短期西北价格调整可能性不大。</p>

据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

### 库存变化

截至 8 月 24 日，重点监测省份生产企业库存总量为 4027 万重量箱，较上周四库存增加 121 万重量箱，增幅 3.10%，库存由减转增，库存天数约 19.58 天，较上周增加 0.47 天（注：本期库存天数以截至上周四样本企业在产日熔量核算）。上周重点监测省份产量 1325.17 万重量箱，消费量 1204.17 万重量箱，产销率 90.87%。

图 66：重点联系浮法玻璃企业月度库存上升（万重箱）



数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

## 7. 化工品——旺季来临推涨部分化工品，关注地 产政策实施效果

**基础化工行业周观点：**“金九银十”旺季即将来临，叠加部分行业检修季，相关化工品（MDI、化肥、化纤、纯碱等）价格持续推涨。推荐经济复苏、农化及新材料相关主线。推荐三条主线：**1.与经济趋势强相关的复苏主线：**复苏预期下，22年承压的化工品需求复苏的预期将指引周期方向向上，但对于向上斜率的判断需根据经济复苏的进程去不断调整。随着经济微观层面的弱现实不断呈现，之前对于经济复苏的强预期修正至温和复苏的预期，目前我们对于复苏主线的核心观点是“趋势确定且积极可为”，优选供需格局边际向好且持续进行资本开支具备成长性的龙头企业，受益的相关子行业包括聚氨酯、煤化工、氟化工、钛白粉、轮胎、纯碱等。**2.与产业趋势强相关的新材料主线：**看好产业趋势确定、竞争格局较好、国产替代趋势的细分品类，关注2023年下游景气度往上、有下游需求持续增长或进口替代空间较大的长逻辑公司，且业绩高增长的确切性及高壁垒综合优势带来的强阿尔法，受益的相关子行业包括吸附树脂、分子筛、硅微粉、润滑油添加剂、POE、贵金属催化剂等。**3.景气度拐点将至的农化板块：**化肥及农药行业均处于周期底部区域，内外需求边际修复但产能周期仍处于释放期的大背景下仍处于寻底中，看好库存周期行将结束最先受益、上游原药价格仍将处于低位的农药制剂龙头。长期磷矿石资源属性逐步凸显也有望带来上游资源型企业的价值重估，关注磷肥出口带来的磷化工产业链提振机会。

表 8:重点化工品价格与涨跌幅（元/吨）

类别	名称	最新价格	近 1 周	近 1 月	近 1 季	近半年	近一年
橡胶塑料	天然橡胶（上海地区）	12000	2.13%	-0.41%	3.90%	-1.23%	0.00%
	丁苯橡胶（华东 1503）	11800	0.00%	1.29%	4.89%	0.85%	1.29%
	顺丁橡胶（山东）	11450	1.33%	6.02%	12.25%	-1.72%	-9.84%
	丁基橡胶 268	19500	0.00%	8.33%	-2.50%	-4.88%	-11.36%

	LLDPE(Cfr 中国)	989	2.06%	4.21%	1.02%	-6.61%	1.02%
	LLDPE(余姚市场 7042/吉化)	8700	2.35%	3.82%	9.43%	3.57%	8.07%
	PP(PP 纤维注射级/Cfr 中国)	1080	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	9.09%
	PP(余姚市场 J340/扬子)	8000	1.27%	1.27%	2.56%	-1.84%	-10.11%
煤化工	乙二醇	4060	1.83%	-1.50%	2.47%	-4.54%	#REF!
	甲醇 (华东)	2465	3.14%	9.31%	17.38%	-11.01%	-1.40%
	二甲醚 (河南)	3530	2.92%	8.62%	-2.22%	-7.59%	-8.79%
	煤焦油 (山西)	4346	-7.22%	4.25%	10.30%	-23.22%	-23.05%
	聚乙烯醇 (PVA)	12500	4.17%	19.05%	4.17%	-24.24%	-39.90%
	醋酸乙烯 (华东)	6633	0.00%	4.19%	6.13%	-13.41%	-38.58%
	醋酸 (华东)	3800	2.70%	31.03%	24.59%	33.33%	28.81%
	醋酐 (华东)	5630	-1.79%	-8.33%	-35.29%	-49.07%	0.54%
氯碱	轻质纯碱 (华东)	2900	26.09%	35.51%	31.82%	0.87%	7.41%
	重质纯碱 (华东)	3050	29.79%	34.07%	27.08%	-0.81%	6.09%
	99%离子膜烧碱	3600	1.41%	10.77%	5.88%	-2.70%	-26.53%
	PVC(华东电石法)	6200	2.48%	5.98%	11.71%	-3.13%	-5.17%
	液氯 (华东)	206	0.00%	10.75%	-421.88%	8.99%	216.92%
	盐酸 (华东低端)	221	-1.34%	1.38%	13.33%	26.29%	10.50%
	焦炭 (山西美锦)	1915	-4.96%	5.51%	8.50%	-22.63%	-29.34%
	电石 (华东)	3579	2.76%	9.52%	1.27%	-6.63%	-12.39%
	原盐 (山东海盐)	240	0.00%	0.00%	-20.00%	-32.39%	-35.14%
	EDC(Cfr 东南亚)	260	0.00%	0.00%	-27.78%	-11.86%	-21.21%
	VCM(Cfr 东南亚)	710	0.00%	14.52%	5.97%	-13.41%	-5.33%
聚氨酯	DMF (华东)	5500	8.91%	10.00%	14.58%	0.00%	-50.45%
	甲苯 (华东)	8040	0.25%	2.10%	13.40%	9.39%	4.42%
	苯胺 (华东)	11630	1.84%	15.43%	7.19%	-6.74%	9.72%
	甲醛 (华东)	1200	4.35%	9.09%	4.35%	-13.04%	-7.69%
	己二酸 (华东)	9450	-0.53%	3.85%	-1.05%	-5.50%	4.42%
	顺酐	7200	7.46%	20.00%	7.46%	-4.64%	1.41%
	BDO (三维)	11450	0.00%	6.02%	1.78%	-15.19%	14.50%
	环氧丙烷 (华东)	9400	0.00%	2.17%	-2.08%	-6.47%	5.62%
	硬泡聚醚 (华东)	9650	0.00%	1.05%	1.58%	-2.03%	3.76%
	软泡聚醚 (华东散水)	10250	0.00%	0.49%	4.59%	3.54%	16.48%
	聚合 MDI (华东)	17500	-0.57%	7.36%	13.64%	9.38%	15.89%
	纯 MDI (华东)	22650	-1.52%	13.82%	16.75%	19.21%	24.45%
	TDI (华东)	18400	-1.60%	5.75%	10.18%	-5.64%	8.24%
	鞋底原液	17500	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
化纤	浆粕	7550	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	#REF!
	棉短绒	4425	1.72%	-1.67%	-6.35%	-9.23%	#REF!
	粘胶短纤(华东)	13075	0.58%	2.15%	-1.32%	-0.95%	#REF!
	粘胶长丝(华东)	42000	0.00%	0.00%	-3.45%	-2.33%	#REF!
	对二甲苯 (CFR 东南亚)	1058	2.62%	2.22%	7.09%	4.03%	#REF!
	PTA(华东)	6070	3.06%	2.45%	10.36%	8.20%	#REF!
	PET 切片(华东)	6895	1.40%	1.40%	2.15%	4.08%	#REF!
	涤纶 FDY(华东)	8250	0.30%	0.00%	2.80%	2.80%	#REF!
	涤纶 POY(华东)	7675	0.33%	0.33%	5.14%	4.42%	#REF!

	涤纶短纤	7507	1.05%	2.01%	4.28%	4.42%	#REF!
	THF	13050	0.00%	6.53%	-3.33%	-25.43%	-53.39%
	PTMEG(华东)	20000	0.00%	3.90%	2.56%	-6.98%	#REF!
	氨纶 40D(华东)	30500	0.00%	0.00%	-1.61%	-15.28%	#REF!
	己内酰胺(CPL)	12700	0.40%	1.20%	7.63%	2.42%	#REF!
	丙烯腈	8400	3.07%	6.33%	-10.64%	-21.50%	#REF!
	丙烯酸	6400	4.92%	8.47%	11.30%	-13.51%	-4.48%
	丙烯酸丁酯	10400	13.04%	23.44%	21.64%	2.97%	20.23%
	丙烯酸乙酯	16200	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	PA66 (华东)	19000	0.00%	-5.00%	-9.52%	-11.63%	-16.67%
农化	磷矿石(摩洛哥-印度 Cfr(70-73BPL)	212	0.00%	0.00%	-3.64%	-14.69%	-28.74%
	磷矿石(鑫泰磷矿 28%)	750	4.17%	7.14%	-25.00%	-28.57%	-25.74%
	黄磷(川投化工)	25800	4.03%	10.73%	30.96%	-10.10%	-11.03%
	磷酸(新乡华幸工业 85%)	7700	0.00%	5.48%	10.00%	-12.50%	-9.41%
	磷酸(新乡华幸食品)	7700	0.00%	5.48%	10.00%	-12.50%	-9.41%
	三聚磷酸钠(兴发集团工业级 95%)	1070	0.00%	-2.19%	-2.19%	-9.70%	-61.94%
	硫磺(温哥华 FOB 现货价)	88	0.00%	30.37%	10.00%	-30.98%	30.37%
	硫磺(Cfr 中国现货价)	85	3.03%	42.86%	10.39%	-25.11%	13.33%
	硫酸(浙江巨化 98%)	350	0.00%	100.00%	100.00%	66.67%	27.27%
	DAP(美国海湾)	549	5.78%	17.06%	5.78%	-15.41%	-33.70%
	DAP(西南工厂 64%褐色)	3475	0.00%	6.11%	-0.57%	-5.95%	-12.36%
	MAP(四川金河 55%)	2900	3.57%	20.83%	11.54%	-12.12%	0.00%
	液氨(河北金源)	3460	10.54%	15.33%	22.26%	-21.54%	11.97%
	尿素(华鲁恒升(小颗粒))	2520	-1.18%	7.69%	20.57%	-8.36%	10.53%
	尿素(波罗的海(小粒散装))	340	-5.82%	7.94%	32.04%	16.24%	-32.00%
	硝酸(华东地区)	1750	0.00%	0.00%	-10.26%	-31.37%	-20.45%
	硝酸铵(华北)	2400	0.00%	-4.00%	-14.29%	-20.00%	-25.00%
	氯化铵(陕西兴化)	640	3.23%	16.36%	16.36%	-40.74%	-32.63%
	三聚氰胺(国内现货)	13300	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	氯化钾(青海盐湖 95%)	2250	0.00%	-6.25%	-29.69%	-35.71%	-53.89%
	硫酸钾(新疆罗布泊 50%粉)	3150	5.00%	10.53%	1.61%	-12.50%	-35.71%
	45%氯基复合肥	2400	3.00%	9.09%	-4.00%	-18.64%	-30.43%
	45%硫基复合肥	2820	4.44%	10.59%	-2.76%	-12.69%	-23.78%
	草甘膦(新安化工)	34500	-1.43%	-11.54%	35.29%	-17.86%	-41.82%
	二乙醇胺	8500	0.00%	10.39%	14.86%	0.00%	-6.08%
	甘氨酸(东华化工)	11200	0.00%	-0.88%	5.66%	-11.46%	6.67%
	三聚磷酸钠(新乡华幸工业级 94%)	7950	0.63%	0.63%	-6.47%	-20.50%	-0.63%
	百草枯(20%水剂)	12300	0.00%	6.96%	17.14%	-15.17%	-35.26%
	季戊四醇(华东)	9700	0.00%	0.00%	0.00%	-7.62%	-15.65%
	丙酮(华东)	6650	-1.12%	1.92%	24.30%	13.68%	40.74%

数据来源: 百川资讯、国泰君安证券研究

## 8. 风险提示

海外后续货币政策偏鹰, 国内需求提升不及预期。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的行业指数涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
	E-mail: gtjaresearch@gtjas.com		