

摘要

预期修正驱动黑色系估值修复

近期黑色系价格反弹明显，螺纹、热卷

、铁矿、焦煤、焦炭盘面价格较前期低点分别反弹6%/6%/18%/15%/14%。我们认为价格上涨背后的主要驱动因素是需求预期差的修复与淡季钢材供应缩减下的主动去库。向前看，“金九银十”的传统旺季临近，我们预计下游用钢需求仍有进一步回暖的空间，并带动黑色系价格走强。下游需求的回暖幅度将决定钢材价格，即黑色系产业链上总利润的高度，而预期差将决定黑色系的阶段性方向。钢材的供应弹性则是黑色系内部原材料和成材的利润分配的主要因素。在需求淡季向旺季逐步切换的过程中，供需恢复的相对速度是钢厂利润水平的关键。总体而言，我们预计下半年钢材或不存在大幅过剩或紧缺的风险，虽然在外部的产量约束仍存，但我们认为供给仍有相当的弹性来应对需求变化。

从宏观层面看，7月政治局会议提出强调要“保持经济运行在合理区间”，“宏观政策要着力解决需求不足问题”，在科学对待2Q疫情反弹前设立的经济增长目标的同时，也要积极应对，力争实现最好结果。另外，近期市场对政策介入化解地产相关的风险事件的预期也有所加强，黑色系市场情绪得以提振。

从基本面上看，淡季供需虽然维持两弱，但供需博弈中供应显然更胜一筹，低利润下，钢厂

主动收缩供应，带

动库存明显去化，支撑钢材估值修复

。尤其是螺纹钢

的产量持续处于低位，螺纹轧线和独立电炉的产能利用率分别为50%和30%，均处于历史低位。在需求侧，淡季虽难有表现，但较前期也未进一步恶化，并且，从水泥、沥青

等建筑相关的指标可以看出近期基建项目施工有一定回暖。但地产端风险事件仍在压制地产用钢需求的恢复，因此我们对今年需求旺季的强度仍相对谨慎。另外，外部衰退风险升温，也将拖累钢材的直接与间接出口。

我们看到近来钢厂的即期利润较前期有一定回暖，转炉螺纹反弹至200元/吨左右，热卷与电炉螺纹利润也回到100元/吨以上。因此市场对钢厂复产的预期较强，并引领铁矿石、焦煤与焦炭等原材料价格显著反弹。当前钢厂的铁矿石库存普遍处在低位，补库需求较

强。另外，供给侧海运铁矿石发

运量季节性回落，淡水河谷

亦降低了其年度产量指引。但近期中钢协会议上提出将继续压减粗钢产量，产量的

外部约束仍不容忽视，并且，从四大矿山当前的发运量或产量来看，下半年铁矿石供应可能仍有上升空间，因此我们维持对2H22铁矿石价格偏空的判断。双焦方面，库存压力仍继续在上游累积，钢厂复产可能带动双焦价格短期企稳，但我们认为这并不足以扭转双焦偏弱的基本面。

需求侧基建发力迹象明显，但地产需求疲软或将压制反弹高度

上半年固定资产投资

与企业中长期等指标等均体现了较为强劲的基建

增长势能。但受疫情、传导时滞等因素影响，上半年施工明显不及预期。随着高层定调积极作为扩大需求，且用好地方政府专项债券资金，我们预计下半年前期投入将得到有效落实并转为实物工作量，基建相关的需求仍有环比提升空间。

从历史数据可以看出，螺纹钢需求的同比增速与地产的新开工面积同比增速的走势基本一致。据中金地产组，当前基本面走势或介于中性和悲观情形之间。我们按照基准情形进行推演，即3Q22和4Q22的新开工面积分别同比下滑14%和6.8%，从环比上看分别较今年2季度增长7.3%和2.8%，那么今年下半年螺纹钢需求或是一个环比提升且同比降幅逐步收窄的走势。从施工强度上看，我们预计9、10月份螺纹需求强度或高于5、6月，与4月份基本持平。结合基建方面的增量，我们预计3季度与4季度的周度平均螺纹表观需求分别为315万吨和308万吨（钢联口径）。

供给弹性是黑色系利润分配的关键

我们预计当前钢材产量的阶段性低点已过，钢厂在即期利润的驱动下将有所复产，同时钢厂原材料库存普遍偏低，补库需求也将带动原材料价格走强。我们预计在当前市场环境下，短期内钢厂的复产可能仍相对谨慎，因此供给反弹可能慢于需求恢复的速度，钢材将延续去库并支撑价格，钢厂利润水平可能随钢材库存消费比的下降而得以回暖。

但如果行业对下游需求恢复的预期存在高估，我们认为钢材产量快速上涨而使得行业重新陷入类似今年上半年的“囚徒困境”的风险仍在，原材料价格可能推升成材价格一起上涨并压缩钢厂利润空间，同时也面临着需求不及预期下的负反馈风险。

正文

预期修正驱动黑色系估值修复

近期黑色系价格反弹明显，螺纹、热卷、铁矿、焦煤、焦炭盘面价格较前期低点分

别反弹6%/6%/18%/15%/14%。我们认为价格上涨背后的主要驱动因素是需求预期差的修复与淡季钢材供应缩减下的主动去库。向前看，“金九银十”的传统旺季临近，我们预计下游用钢需求仍有进一步回暖的空间，并带动黑色系价格走强。下游需求的回暖幅度将决定钢材价格，即黑色系产业链上总利润的高度，而预期差将决定黑色系的阶段性方向。钢材的供应弹性则是黑色系内部原材料和成材的利润分配的主要因素。在需求淡季向旺季逐步切换的过程中，供需恢复的相对速度是钢厂利润水平的关键。总体而言，我们预计下半年钢材或不存在大幅过剩或紧缺的风险，虽然在外部的产量约束仍存，但我们认为供给仍有相当的弹性来应对需求变化。

图表：海运铁矿石价格反弹至100美元/吨以上

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表：钢材价格也有小幅反弹

资料来源：Mysteel，中金公司研究部

从宏观层面看，7月政治局会议提出强调要“保持经济运行在合理区间”，“宏观政策要着力解决需求不足问题”，在科学对待2Q疫情反弹前设立的经济增长目标的同时，也要积极应对，力争实现最好结果。另外，近期市场对政策介入化解地产相关的风险事件的预期也有所加强，黑色系市场情绪得以提振。

从基本面上看，淡季供需虽然维持两弱，但供需博弈中供应显然更胜一筹，低利润下，钢厂主动收缩供应，带动库存明显去化，支撑钢材估值修复。尤其是螺纹钢的产量持续处于低位，螺纹轧线和独立电炉的产能利用率分别为50%和30%，均处于历史低位。在需求侧，淡季虽难有表现，但较前期也未进一步恶化，并且，从水泥、沥青等建筑相关的指标可以看出近期基建项目施工有一定回暖。但地产端风险事件仍在压制地产用钢需求的恢复，因此我们对今年需求旺季的强度仍相对谨慎。另外，外部衰退风险升温，也将拖累钢材的直接与间接出口。

我们看到近来钢厂的即期利润较前期有一定回暖，转炉螺纹反弹至200元/吨左右，热卷与电炉螺纹利润也回到100元/吨以上。因此市场对钢厂复产的预期较强，并引领铁矿石、焦煤与焦炭等原材料价格显著反弹。当前钢厂的铁矿石库存普遍处在低位，补库需求较强。另外，供给侧海运铁矿石发运量季节性回落，淡水河谷亦降低了其年度产量指引。但近期中钢会议上提出将继续压减粗钢产量，产量的外部约束仍不容忽视，并且，从四大矿山当前的发运量或产量来看，下半年铁矿石供应可能仍有上升空间，因此我们维持对2H22铁矿石价格偏空的判断。双焦方面，库存压力仍继续在上游累积，钢厂复产可能带动双焦价格短期企稳，但我们认为这并不足以扭转双焦偏弱的基本面。

图表：信贷脉冲震荡，拖累钢材需求

资料来源：Wind，Mysteel，中金公司研究部

图表：信贷脉冲震荡，拖累铁矿石价格

资料来源：Wind，Mysteel，中金公司研究部

需求预期能否兑现或将决定旺季价格的高度

建筑方面，基建发力迹象明显，但地产疲软或将压制反弹高度

随着旺季临近，我们观察到建筑领域相关指标中出现一些需求回暖的迹象。从历史数据来看，水泥、沥青发货量和挖掘机利用小时数等指标与螺纹钢的表观消费量均有比较强的相关性。最新一期的周度的水泥出货率已反弹至64.33%，周度沥青发货量也录得34.23万吨，两者均是今年以来新高，其中沥青发货量较去年同期增长了约26%。我们认为水泥、沥青需求的改善主要得益于基建实物工作量的拉动。今年上半年基建和电、热、燃气及水的生产和供应投资同比分别增长了7.1%和15.1%，6月企业中长期贷款同环比大增73.3%/161%，均体现了较为强劲的基建增长势能。但受疫情、传导时滞等因素影响，上半年施工明显不及预期。随着高层定调积极作为扩大需求，且用好地方政府专项债券资金，我们预计下半年前期投入将得到有效落实并转为实物工作量，基建相关的需求仍有环比提升空间。

与水泥、沥青等相比，螺纹下游需求中基建的占比相对较少。从螺纹钢的表观消费量来看，今年7月下游需求总体较为平稳，较前期并未进一步恶化，近期也有小幅回升的趋势，最新一周螺纹钢的表观消费量已反弹至310万吨以上，接近今年6月的平均水平。虽然同比看仍然偏弱，但我们预计同比降幅将趋于收窄，一方面基建施工将稳步提升，另一方面从去年下半年起地产需求大幅走弱，因此基数较低。

但我们认为地产端的疲软或将继续压制螺纹需求的反弹高度。我们看到自今年7月以来41城的商品房销售面积再次快速回落，7月同比降幅为30.3%，较6月的-24.7%有所扩大，而地产风险事件可能进一步压制销售的回暖。中央政治局会议对房地产的表述偏积极，在重申房住不炒的同时，亦要求因城施策支持刚性和改善型住房需求，且强调了保交楼、稳民生。因此，在销售端的政策力度或将进一步加强以稳定销售，支持销售景气度缓慢修复。供给侧针对风险事件，“保交楼”的相关举措也将持续加码，且更多落在项目层面。但值得注意的是，地产需求侧与供给侧的分化或将进一步拉大，传导时滞或将

进一步延长。国家统计局

数据显示今年上半年土地购置面积下滑了约48.3%，从高频的100城成交土地规划

建筑面积来看，7月同比小幅转正至5%左右，但我们认为这主要是因为去年7月部分城市集中土拍推迟导致的低基数，从环比上看土地成交面积仍处在低位。

图表：商品房销售冲高回落

资料来源：中指数据库，中金公司研究部

图表：土地成交面积依然疲软

资料来源：Wind，中金公司研究部

在各项地产指标中，螺纹钢与地产新开工的相关度最强，从历史数据可以看出，螺纹钢的需求同比增速与地产的新开工面积同比增速的走势基本一致。据中金地产组，当前基本面走势或介于中性和悲观情形之间。我们按照基准情形进行推演，即3Q22和4Q22的新开工面积分别同比下滑14%和6.8%，从环比上看分别较今年2季度增长7.3%和2.8%，那么今年下半年螺纹钢需求或是一个环比提升且同比降幅逐步收窄的走势。从施工强度上看，我们预计9、10月份螺纹需求强度或高于5、6月，与4月份基本持平。结合基建方面的增量，我们预计3季度与4季度的周度平均螺纹表观需求分别为315万吨和308万吨（钢联口径）。

图表：螺纹钢消费与水泥出货的相关性

资料来源：Mysteel，数字水泥网，中金公司研究部

图表：螺纹钢消费与沥青出货的相关性

资料来源：Mysteel，隆众石化，中金公司研究部

图表：螺纹钢消费与挖掘机利用小时数的相关性

资料来源：Mysteel，Wind，中金公司研究部

图表：螺纹钢消费与房屋新开工面积的相关性

资料来源：国家统计局，Mysteel，中金公司研究部

图表：按照房屋新开工面积的基准情形预测，今年下半年螺纹钢需求或是一个环比提升且同比降幅逐步收窄的走势

资料来源：国家统计局，Mysteel，中金公司研究部

制造业需求或将总体保持平稳

我们看到疫情后热轧卷板需求的恢复也低于预期。7月中采制造业PMI为49%，比上月下降1.2个百分点，显示制造业景气度环比出现收缩，从分项看，生产、新订单分别录得49.8%和48.5%，均有所回落，新出口订单进一步下滑至47.4%。上述宏观指标与微观上热卷的表观需求量的表现基本一致。今年以来热卷的需求一直保持着3%-6%的同比降幅，库存去化较慢。

下半年内外经济增长分化的情况下，我们预计板材需求或将总体保持平稳：

1) 欧美等地衰退

退预期升温对钢材出口与间接

出口的拖累：欧美开启加息

，海外需求整体仍在下行通道中，中国制造业出口将面临不小压力。欧元区7月PMI降至49.8%，为2020年6月以来首次进入收缩区间。

钢材出口方面，经历前期大跌后，欧洲热卷价格企稳在800美元/吨附近，美国热卷降幅也逐步放缓，稳定在930美元/吨左右。国内外价差收敛，中国钢材的出口套利空间较前期已大幅收缩，往前看，下半年海外与国内经济增速错位，钢材出口仍难有增长空间。

2) 地产链条上的工程机械需求环比或有边际好转：6月挖掘机产量同比下降3.4%

，较前期大幅收窄，这与6月增长强劲的企业中长期贷款匹配。据中金机械组，下半年工程

机械销量同比降幅

有望收窄，但就全年来看，挖机/汽车

起重机/混凝土泵车

的销量同比降幅预计为20%/35%/25%。从工程机械单月产销量看，环比仍有一定提升空间，我们认为在地产疲软的情况下，这部分钢材需求上行空间可能相对有限

。

3) 制造业投资承压，装备、设备制造的用钢需求或将走弱：今年上半年制造业投资同比增长了10.4%。但我们预计在企业盈利有一定收缩，内外部环境不确定性加大，出口可能承压情况下，制造业投资增速或呈现前高后低的态势，下半年将逐步回落。

4) 汽车方面，6月汽车产量同比大增28.6%，主要是前期疫情拖累的汽车产量的回

补。我们预计下半年汽车用钢需求或有小幅上升空间。

图表：挖掘机销量与房屋新开工面积的相关性

资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表：挖掘机销量与企业中长期销量的相关性

资料来源：国家统计局，中国人民银行，中金公司研究部

图表：PMI和热卷利润的相关性

资料来源：国家统计局，Mysteel，中金公司研究部

供给弹性是黑色系利润分配的关键

今年淡季期间，钢厂主动收缩产量去库存，利润水平也得以有所修复。尤其是螺纹钢的产量持续处于低位，钢联口径下的周度螺纹产量一度低至230万吨，螺纹轧线和电炉的产能利用率分别为50%和30%，均处于历史低位。随着传统需求旺季即将来临，叠加利润好转，市场普遍预期钢厂将复产。若下游需求恢复水平决定了钢材价格的高度，即黑色系整体“蛋糕”有多大，那么钢材的供应弹性则是黑色系内部原材料和成材之间的利润分配的主要因素。

在需求淡季向旺季逐步切换的过程中，供需恢复的相对速度是钢厂利润水平的关键，因此需密切关注钢厂的复产节奏。我们预计当前钢材产量的阶段性低点已过，钢厂在即期利润的驱动下将有所复产，同时钢厂原材料库存普遍偏低，补库需求也将带动原材料价格走强。我们预计在当前市场环境下，短期内钢厂的复产可能仍相对谨慎，因此供给反弹可能慢于需求恢复的速度，钢材将延续去库并支撑价格，钢厂利润水平可能随钢材库存消费比的下降而得以回暖。

但如果行业对下游需求恢复的预期存在高估，我们认为钢材产量快速上涨而使得行业重新陷入类似今年上半年的“囚徒困境”的风险仍在，原材料价格可能推升成材价格一起上涨并压缩钢厂利润空间，同时也面临着需求不及预期下的负反馈风险。

图表：螺纹钢产能利用率处于历史低位

资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表：热卷产能利用率大幅走弱

资料来源：Mysteel，中金公司研究部

产量外部约束仍不容忽视

钢材的外部约束可能也是下半年不容忽视的一大因素，粗钢产量压减仍是钢铁产量调节的重要手段。当前钢材供应减少主要是依靠钢厂自发的产量收缩，但若产量增长过快，仍将面临全年粗钢产量同比减少这一硬约束，上半年粗钢产量5.27亿吨，日均291万吨，若以去年10.33亿吨的产量作为基准，下半年产量上限为5.06亿吨，日均产量275万吨。这意味着下半年产量的增长空间较为受限。

废钢资源量或是下半年铁元素供需平衡的关键因素

今年上半年废钢产出不及预期，使得铁水产量和铁矿石与焦煤的需求增长超预期。从147家钢厂废钢到货量来看，废钢产出仍比较疲弱，这也压制了电炉钢产能利用率的回暖。

我们认为今年下半年废钢资源量或是铁元素供需平衡的关键因素。一方面，废钢自身的供需情况决定了其价格与铁水（长流程）成本的溢价/折扣，独立电弧的成本与废钢价格直接挂钩，从而决定了钢材，特别是螺纹钢的边际成本的位置。在下半年市场预期不甚乐观的环境中，电炉的边际成本可能将直接决定价格支撑的位置。

另一方面，废钢的产出量也是电炉产量与原材料供需平衡中的重要一环。若废钢相对于铁水的经济性得到改善，长流程钢厂的废钢使用比例与电炉的开工率可能也有一定恢复，形成对铁矿石、焦煤和焦炭的替代，从而缓解炉料端偏紧的格局。总体而言，我们预计下半年废钢供应将随着疫情缓解与制造业、物流的复苏出现一定改善，废钢价格可能也将维持相对弱势，经济性将有所好转。

图表：废钢到货依然疲软

资料来源：富宝资讯，中金公司研究部

图表：转炉和电炉的生产成本差大幅收窄

资料来源：富宝资讯，中金公司研究部

从历史上看，螺纹与热卷的利润走势与各自的库存消费比有着较强的相关性。库存消费比则是供需双方共同驱动的因素，且往往有较强的季节性。今年淡季期间我们看到螺纹钢的库存消费比快速回落，驱动利润水平有所反弹，但热卷的库存消费比仍在小幅上升，利润水平也持续走弱。往前看，在需求方向大致确定的情况下，供

给的恢复弹性将决定库存消费比的方向与斜率。我们预计短期内钢材供给弹性可能落后于需求曲线

，但对于库存消费比的判断不能线性外推，当前螺纹的超额利润可能驱动钢水资源从热卷转向螺纹，以及部分螺纹轧线复产，使得螺纹-热卷价差均值回归。总体而言，我们认为下半年上游原材料将向下游让利，钢厂利润或趋于扩大，但幅度可能受制于下游需求恢复的高度。

图表：螺纹利润与库存消费比的负相关

资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表：热卷利润与库存消费比的负相关

资料来源：Mysteel，中金公司研究部

原材料供应仍有上升空间

铁矿石：

近期铁矿石价格反弹较为强劲，需求端钢厂复产预期较强，供应侧铁矿石的发运量也有季节性回落。但向前看，我们认为国内铁水产量反弹的空间仍有限，海外钢铁产量亦将逐步趋弱，而从四大矿山当前的发运量或产量指引看，下半年海运铁矿石供应可能仍有上升空间，因此我们维持对2H22铁矿石价格偏空的判断，我们预计铁矿石价格在四季度将重新回到100美元/吨以下。

我们预计主流矿山的铁矿石发运量今年下半年仍有一定提升空间。近日四大矿山陆续公布季度生产报告，2

Q淡水河谷产量同比增长-1.2%，力拓

4%，必和必拓-2%，而FMG

的发运量基本持平。淡水河谷将其年度产量指引由3.2-3.35亿吨下调至3.1-3.2亿吨。淡水河谷因上半年产量与发运量不及预期，所以本次下调产指引基本符合预期。其余三家企业则维持基本不变。就2022年全年而言，今年四大矿山的总产量增量远不及我们年初的预期。但基于当前的供给指引，我们预计力拓和淡水河谷下半年铁矿石供给或将较上半年出现一定增长，其中淡水河谷环比增量约3500-4500万吨，力拓环比增量约1700-3200万吨[1]。

下半年澳矿替换产能的顺利投产及随后的提产相当关键，我们看到力拓Gudai-Darri矿已于今年2季度末投产，该矿将支撑PB粉生产，年产能为4300万吨。

图表：四大矿山2022年产量增量远不及年初预期

资料来源：Vale，Rio Tinto，BHP，FMG网站，中金公司研究部

图表：淡水河谷与力拓下半年供给仍存发力空间

资料来源：Vale，Rio Tinto，BHP，FMG网站，中金公司研究部

焦煤、焦炭：

库存压力仍不断在上游矿山端累积，复产预期下，双焦价格可能将企稳，但我们认为这并不足以扭转双焦较弱的基本面。供应端，随着疫情稳定蒙煤进口已趋于稳定，我们预计海运焦煤进口也将在价格倒挂的情况下不断增长。当前澳大利亚PLV焦煤价格约180美元/吨，与国内同品质价差约120美元。我们预计焦煤价格在下半年仍有下行空间。

图表：焦企减少炼焦煤库存，库存压力在上游累积

资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表：焦化企业亏损程度进一步加深

资料来源：Mysteel，中金公司研究部

[1]假设必和必拓与FMG今年下半年产量的同比增速与其公布的FY2023供应量年度指引的同比增速相同

文章来源

本文摘自：2022年8月3日已经发布的《旺季前瞻：需求谨慎乐观，供给仍有弹性》

王灸鹿 SAC 执业证书编号：S0080121040106

郭朝辉 SAC 执业证书编号：S0080513070006 SFC CE Ref：BBU524

法律声明

特别提示

本公众号不是中国国际金融股份有限公司（下称“中金公司”）研究报告的发布平台。本公众号只是转发中金公司已发布研

究报告的部分观点，订阅者若使用本公众号所载资料，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对资料中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义。订阅者如使用本资料，须寻求专业投资顾问的指导及解读。

本公众号所载信息、意见不构成所述证券或金融工具买卖的出价或征价，评级、目标价、估值、盈利预测等分析判断亦不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见，订阅者应当对本公众号中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出投资决策并自行承担投资风险。

中金公司对本公众号所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。对依据或者使用本公众号所载资料所造成的任何后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何形式的责任。

本公众号仅面向中金公司中国内地客户，任何不符合前述条件的订阅者，敬请订阅前自行评估接收订阅内容的适当性。订阅本公众号不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯订阅本公众号的行为而将订阅人视为中金公司的客户。

一般声明

本公众号仅是转发中金公司已发布报告的部分观点，所载盈利预测、目标价格、评级、估值等观点的给予是基于一系列的假设和前提条件，订阅者只有在了解相关报告中的全部信息基础上，才可能对相关观点形成比较全面的认识。如欲了解完整观点，应参见中金研究网站（<http://research.cicc.com>）所载完整报告。

本资料较之中金公司正式发布的报告存在延时转发的情况，并有可能因报告发布日之后的情势或其他因素的变更而不再准确或失效。本资料所载意见、评估及预测仅为报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。证券或金融工具的价格或价值走势可能受各种因素影响，过往的表现不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本资料所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本资料意见不一致的市场评论和/或交易观点。

在法律许可的情况下，中金公司可能与本资料中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，订阅者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本资料观点客观性的潜在利益冲突。与本资料相关的披露信息请访http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于相关公司的具体研究报告。

本订阅号是由中金公司研究部建立并维护的官方订阅号。本订阅号中所有资料的版权均为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用本订阅号中的内容。