

行业评级：增持

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@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

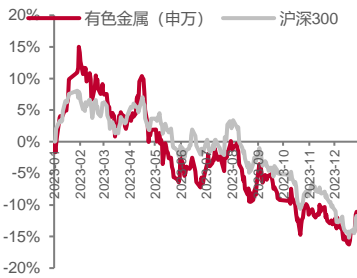
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

| | |
|------------|-----------|
| 上市公司数 | 131 |
| 行业总市值(亿元) | 25,615.28 |
| 行业流通市值(亿元) | 22,723.07 |

行业-市场走势对比



图表：周内商品价格变动

| 单位 | 本周五(12.29)价格 | 周度涨跌幅 |
|---------------|--------------|--------|
| COMEX黄金 美元/盎司 | 2,071.80 | 0.13% |
| SHFE黄金 元/克 | 481.70 | 0.45% |
| COMEX白银 美元/盎司 | 24.09 | -1.98% |
| SHFE白银 元/千克 | 5,976 | -1.87% |
| LME铜 美元/吨 | 8,562 | -0.09% |
| SHFE铜 元/吨 | 68,920 | -0.17% |
| LME铝 美元/吨 | 2,388 | 2.73% |
| SHFE铝 元/吨 | 19,505 | 1.77% |
| LME铅 美元/吨 | 2,067 | -0.19% |
| SHFE铅 元/吨 | 15,875 | 1.34% |
| LME锌 美元/吨 | 2,662 | 2.29% |
| SHFE锌 元/吨 | 21,545 | 1.46% |
| LME锡 美元/吨 | 25,300 | 2.12% |
| SHFE锡 元/吨 | 212,100 | 0.96% |
| LME镍 美元/吨 | 16,620 | 0.42% |
| SHFE镍 元/吨 | 125,210 | -4.23% |

来源：wind、中泰证券研究所

投资要点

■ **【本周关键词】：美国初请失业金人数高于预期、降息预期进一步升温**

■ **投资建议：维持行业“增持”评级**

1) **贵金属上行趋势加速**：本周美国初请失业金人数超预期，降息预期升温，超额储蓄的消耗及高利率维持下，美国经济周期性回落难以避免，贵金属有望进入降息预期驱动的上漲阶段，重视板块内高成长及资源优势突出的投资机会。

2) **基本金属恰处布局良机**：本周国内制造业 PMI 弱于预期，经济复苏动能仍有待进一步提升，同时美国降息预期进一步升温，美元走低支撑金属价格走高。基本金属供给瓶颈终将在弱复苏的带动下，迎来新一轮的景气周期，尤其是铜铝更是如此，我们坚定看好 2024 年大宗板块的投资表现。

■ **行情回顾：大宗价格整体上涨**：1) 周内，LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-0.1%、2.7%、-0.2%、2.3%、2.1%、0.4%，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为-0.2%、1.8%、1.3%、1.5%、1.0%、-4.2%；2) COMEX 黄金收于 2071.80 美元/盎司，环比上涨 0.13%，SHFE 黄金收于 481.70 元/克，环比上涨 0.45%；3) **本周有色行业指数跑赢市场**，申万有色金属指数收于 4,184.70 点，环比上涨 4.01%，跑赢上证综指 1.95 个百分点，能源金属、小金属、工业金属、金属新材料、贵金属的涨跌幅分别为 5.02%、4.48%、3.94%、2.66%、2.32%。

■ **宏观“三因素”总结——筑底回升的前半段：国内经济复苏动能仍待进一步提升、美国周内初请失业金人数超预期回升、欧元区 11 月营建产出环比有所回落**。具体来看：

1) **国内 12 月官方制造业 PMI 回落**：本周披露国内 12 月官方制造业 PMI 为 49.0（前值 49.4），非制造业 PMI 商务活动指数为 50.4（前值 50.2）；11 月国内工业企业利润累计同比为-4.4%（前值-7.8%）。

2) **美国周内初请失业金人数超预期回升**：美国 11 月芝加哥联储全国活动指数为 0.03（前值-0.66）；12 月里奇蒙德联储制造业指数季调为-11.0（前值-5.0，预期-7.0）；美国当周初请失业金人数为 21.8 万人（前值 20.6 万人，预期 21.0 万人）。

3) **欧元区 11 月营建产出环比回落**：11 月欧元区营建产出环比-0.9%（前值 0.8%）。

4) **11 月全球制造业景气度回升**：11 月全球制造业 PMI 为 49.3，环比增加 0.5，连续 15 个月处于荣枯线以下，全球经济复苏动能仍有进一步提升空间。

■ **贵金属：美联储降息预期进一步升温，金价回升**

周内，十年期美债实际收益率 1.72%，环比+0.02pcts，实际收益率模型计算的残差 1157.7 美元/盎司，环比+20.6 美元/盎司；在美联储“鸽”派发声下，以及逐渐降温的美国就业数据，市场持续交易美联储 2024 年降息时间与幅度，令周内十年期美债继续低于 4%并持续走低，金价有所上涨。我们认为美国经济回落难以避免，当前 4.5%左右的远端名义利率离经济底部的 1.5%有较大回落空间，看好板块内高成长及资源优势突出的投资机会。

■ **基本金属：美元指数回落，价格整体上涨**

周内美联储降息预期再升温，美元走弱，宏观情绪好转；国内，全国规模以上工业企业利润同比增长 29.5%，数据十分可观，企业利润改善，工业部门复苏提速，整体经济利好依存，基本金属价格整体上行。

1、**对于电解铝，库存持续去化，沪铝短期偏强。**

供应方面，周电解铝行业保持稳定生产，青海地区受到甘肃地震影响，供电能力下降，但目前电解铝企业尚未开始压减负荷，对生产未产生影响；河南郑州发布重污染天气橙色预警调整为红色预警的通知，河南省内电解铝企业反馈目前没有减产计划。截至目前，电解铝行业开工产能 4207.30 万

吨，较上周相比持稳。需求方面，年末需求仍有走弱预期。库存方面，本周 LME 铝库存较上周继续增加，目前 LME 铝库存 52.37 万吨，较上周 50.98 万吨增加 1.39 万吨。中国方面，本周铝锭库存继续去库，目前库存在 44.83 万吨，较上周 45.77 万吨减少 0.94 万吨。成本方面，目前电解铝 90 分位成本 17187 元/吨。

1) 氧化铝价格 3090 元/吨，环比上升 3.17%，氧化铝成本 2941 元/吨，环比下降 0.29%，吨毛利 149 元/吨，环比上升 104 元/吨。

2) 预焙阳极方面，本周周内均价 4713/吨，环比持平；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4672 元/吨，环比下降 0.73%，周内平均吨毛利 40 元/吨，环比上升 582.96%；如果不虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4326 元/吨，环比下降 1.18%，周内平均吨毛利 387 元/吨，环比上升 16.77%。

3) 对于除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 16354 元/吨，环比上升 0.1%，长江现货铝价 19510 元/吨，环比上升 1.99%，吨铝盈利 2094 元，环比上升 13.01%。

总结来看，宏观方面美元指数继续下行，美国 11 月核心 PCE 物价指数年率低于预期，通胀指标超预期降温，为铝价带来支撑。基本面方面，国内铸锭量维持低位为主，短期铝锭或难有较大补充。需求方面仍有走弱预期，且主流消费地区环保限产，铝社会库存后续仍有累库预期，但在进入累库拐点前，低库存及成本端波动配合宏观转好氛围仍将驱动铝市偏强。

2、对于电解铜，宏观利好持续衬托，铜价节节攀升再冲高位。

供给方面，铜精矿加工费持续走低，铜精矿现货加工费的急速下滑对中国冶炼厂的铜精矿采购施加压力，市场对远期矿端紧张态势交易放大。需求方面，年末下游需求疲软铜消费持续走弱。电线电缆行业订单有所减少，行业开工率表现为下滑趋势。库存方面，SMM 主流地区社会库存环比上升 0.98 万吨；海外 LME 和 Comex 库存环比上升 0.13 万吨。

总结来看，在美联储“鸽”派发声下，铜价受市场情绪推动亦在 69000 元/吨高位继续攀升。周内铜价在宏观利好下表现强劲，但高铜价以及年末消费走弱，铜基本面消费不佳对铜价继续上涨动力有一定稀释。

3、对于锌，美元指数走低，内外盘整体重心上移。

美债收益率触及 7 月中旬以来最低，市场预期美国明年将温和衰退，且美元指数直线下挫至近 5 月以来低位，市场对于美国三月降息的预期有所加码，国内冶炼厂加工费维持下滑趋势，矿端供应偏紧格局不改，供应端给予锌价支撑。供给方面，百川统计本周国内锌产量 11.63 万吨，环比降 0.39%；需求方面，北方部分地区环保限产阴霾再起，消费情况呈现疲软格局。库存方面，七地锌锭库存 7.58 万吨，较上周累库 0.15 万吨。

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

内容目录

| | |
|------------------------------------|--------|
| 1.行情回顾..... | - 7 - |
| 1.1 股市行情回顾：美股、A股整体回升..... | - 7 - |
| 1.2 贵金属：美联储降息预期继续升温，金价上涨..... | - 8 - |
| 1.3 基本金属：美元指数回落，价格整体上涨..... | - 8 - |
| 2.宏观“三因素”运行态势跟踪..... | - 9 - |
| 2.1 中国因素：国内12月官方制造业PMI有所回落..... | - 9 - |
| 2.2 美国因素：周内初请失业金人数超预期回升..... | - 9 - |
| 2.3 欧洲因素：欧元区11月营建产出环比有所回落..... | - 11 - |
| 3.贵金属：大周期上行趋势不变..... | - 11 - |
| 3.1 上行趋势不变..... | - 11 - |
| 3.2 黄金ETF持仓环比增加，COMEX净多头结构延续..... | - 13 - |
| 3.3 光伏产业链步入景气周期，白银有望开启黄金时代..... | - 13 - |
| 4.基本金属：国内稳增长和海外流动性收缩之间的赛跑..... | - 16 - |
| 4.1 基本金属：国内经济逐步见底，海外流动性紧缩进入尾声..... | - 16 - |
| 4.2 铝：宏观利好配合基本面强推动，铝市短期维持偏强..... | - 17 - |
| 4.3 铜：宏观利好持续衬托铜价节节攀升再冲高位..... | - 24 - |
| 4.4 锌：美联储3月降息预期再度升温，内外盘整体重心上移..... | - 28 - |
| 5.投资建议：维持“增持”评级..... | - 29 - |
| 6.风险提示..... | - 29 - |

图表目录

| | |
|---|--------|
| 图表 1: 申万一级行业与上证综指周涨跌幅..... | - 7 - |
| 图表 2: 周内子板块涨跌幅表现..... | - 7 - |
| 图表 3: 周内有色金属领涨个股..... | - 8 - |
| 图表 4: 周内有色金属领跌个股..... | - 8 - |
| 图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势..... | - 8 - |
| 图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势..... | - 8 - |
| 图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅..... | - 9 - |
| 图表 8: 国内官方制造业与非制造业 PMI..... | - 9 - |
| 图表 9: 国内 PMI 分项..... | - 9 - |
| 图表 10: 美国新屋销售及环比..... | - 9 - |
| 图表 11: 美国新屋开工及零售同比..... | - 9 - |
| 图表 12: 美国失业率季调 (%)..... | - 10 - |
| 图表 13: 美国当周初请失业金人数 (万人)..... | - 10 - |
| 图表 14: 美联储利率政策市场预期..... | - 10 - |
| 图表 15: 美元指数走势图..... | - 10 - |
| 图表 16: 欧元区 CPI 同比及环比 (%)..... | - 11 - |
| 图表 17: 欧元区工业生产指数同比及环比..... | - 11 - |
| 图表 18: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司)..... | - 11 - |
| 图表 19: 十年期美债收益率与联邦基金利率 (%)..... | - 12 - |
| 图表 20: 通胀预期与真实收益率 (%)..... | - 12 - |
| 图表 21: 金价与十年期美国国债收益率..... | - 12 - |
| 图表 22: 美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系..... | - 12 - |
| 图表 23: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)..... | - 13 - |
| 图表 24: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)..... | - 13 - |
| 图表 25: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低..... | - 14 - |
| 图表 26: 平价上网接近成为现实 (元/度)..... | - 14 - |
| 图表 27: 光伏发电渗透率有望快速提升 (吨)..... | - 14 - |
| 图表 28: 白银供需平衡表预测 (吨)..... | - 15 - |
| 图表 29: 光伏产业白银需求预测..... | - 15 - |
| 图表 30: 金银比 (伦敦现货)..... | - 15 - |
| 图表 31: 金银比修复行情历史复盘..... | - 16 - |
| 图表 32: 国内社融数据有望筑底回升 (%)..... | - 16 - |
| 图表 33: 地方政府稳增长文件持续出台..... | - 16 - |

| | |
|------------------------------------|--------|
| 图表 34: 美国通胀韧性仍存 (%) | - 17 - |
| 图表 35: 美联储加息已至尾声 | - 17 - |
| 图表 36: 美债利率与耐用品消费周期显著负相关 | - 17 - |
| 图表 37: 美国制造商、批发商库存同比 | - 17 - |
| 图表 38: 电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨) | - 17 - |
| 图表 39: 电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况 (单位: 万吨) | - 18 - |
| 图表 40: 国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨) | - 18 - |
| 图表 41: 电解铝周度产量 (万吨) | - 19 - |
| 图表 42: 国内电解铝周度需求 (万吨) | - 19 - |
| 图表 43: 铝型材开工率 (%) | - 19 - |
| 图表 44: 铝线缆开工率 (%) | - 19 - |
| 图表 45: 铝板带开工率 (万吨) | - 20 - |
| 图表 46: 铝箔开工率 (%) | - 20 - |
| 图表 47: 国内电解铝社会库存走势 (万吨) | - 20 - |
| 图表 48: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨) | - 20 - |
| 图表 49: 国内电解铝年度社会库存走势对比 (万吨) | - 20 - |
| 图表 50: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨) | - 20 - |
| 图表 51: LME 铝期货库存变动 (万吨) | - 21 - |
| 图表 52: LME 铝期货库存年度对比 (万吨) | - 21 - |
| 图表 53: 电解铝的完全成本构成 | - 21 - |
| 图表 54: 电解铝成本、利润情况 (元/吨) | - 21 - |
| 图表 55: 氧化铝生产成本构成 | - 22 - |
| 图表 56: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨) | - 22 - |
| 图表 57: 预焙阳极生产成本构成 | - 22 - |
| 图表 58: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存) | - 22 - |
| 图表 59: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存) | - 22 - |
| 图表 60: 石油焦价格 (元/吨) | - 23 - |
| 图表 61: 国内石油焦月度产量 (万吨) | - 23 - |
| 图表 62: 国内未煨烧石油焦进口数量 (万吨) | - 23 - |
| 图表 63: 石油焦库存 (万吨) | - 24 - |
| 图表 64: 国内石油焦开工率 (%) | - 24 - |
| 图表 65: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨) | - 24 - |
| 图表 66: 铜矿 TC/RC | - 24 - |
| 图表 67: 电解铜周度产量 (万吨) | - 25 - |
| 图表 68: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨) | - 25 - |

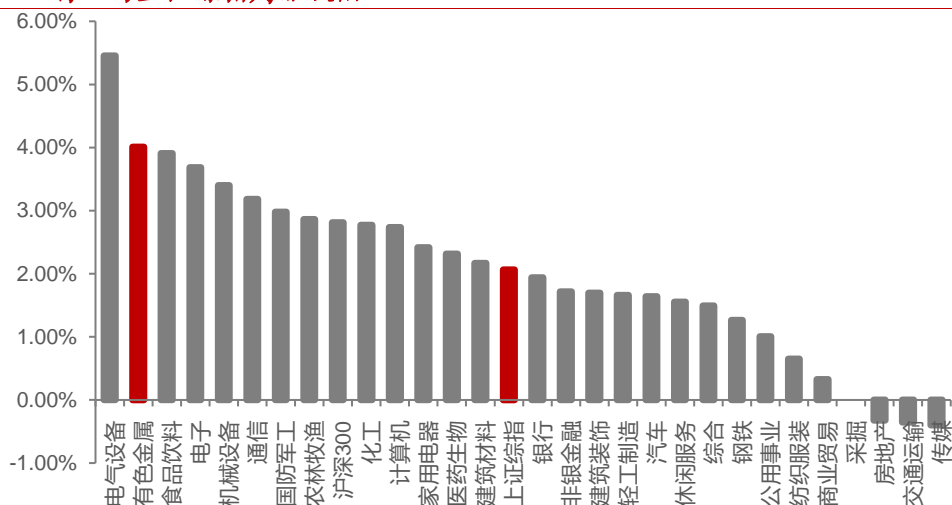
| | |
|-----------------------------------|--------|
| 图表 69: 精废价差 (不含税) | - 26 - |
| 图表 70: 再生铜杆开工率情况 | - 26 - |
| 图表 71: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨) | - 27 - |
| 图表 72: 上海广东及保税区社会库存变动 (万吨) | - 27 - |
| 图表 73: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%) | - 27 - |
| 图表 74: 铜电力用杆加工费 | - 27 - |
| 图表 75: 国产及进口锌精矿加工费对比 | - 28 - |
| 图表 76: 国产锌精矿分地区加工费 | - 28 - |
| 图表 77: 国内锌七地库存 (万吨) | - 29 - |
| 图表 78: LME 锌库存变动趋势 (吨) | - 29 - |

1. 行情回顾

1.1 股市行情回顾：美股、A股整体回升

- 周内，美股三大指数整体回升（道指↑0.81%，纳斯达克↑0.12%，标普↑0.32%）。
- 本周 A 股整体回升：上证指数收于 2,974.93 点，环比上涨 2.06%；深证成指收于 9,524.69 点，环比上涨 3.29%；沪深 300 收于 3,431.11 点，环比上涨 2.81%；申万有色金属指数收于 4,184.70 点，环比上涨 4.01%，跑赢上证综指 1.95 个百分点。

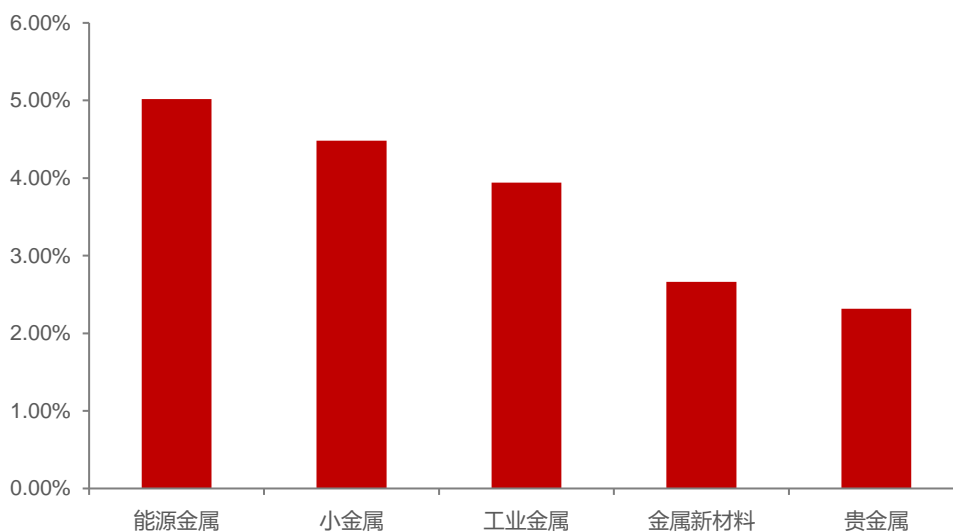
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，能源金属、小金属、工业金属、金属新材料、贵金属的涨跌幅分别为 5.02%、4.48%、3.94%、2.66%、2.32%。

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 | 2023.12.29 收盘价 | 2023.12.22 收盘价 | 周涨跌幅 |
|-----------|------|-------------------|-------------------|-------|
| 002806.SZ | 华锋股份 | 13.68 | 12.03 | 13.7% |
| 000630.SZ | 铜陵有色 | 3.28 | 2.96 | 10.8% |
| 600114.SH | 东睦股份 | 15.49 | 14.02 | 10.5% |
| 603612.SH | 索通发展 | 15.39 | 14.22 | 8.2% |
| 002756.SZ | 永兴材料 | 52.21 | 48.44 | 7.8% |
| 002497.SZ | 雅化集团 | 13.09 | 12.18 | 7.5% |
| 002460.SZ | 赣锋锂业 | 42.80 | 39.92 | 7.2% |
| 000807.SZ | 云铝股份 | 12.22 | 11.40 | 7.2% |
| 003038.SZ | 鑫铂股份 | 34.35 | 32.05 | 7.2% |
| 300057.SZ | 万顺新材 | 6.17 | 5.78 | 6.7% |

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 周内有色金属领跌个股

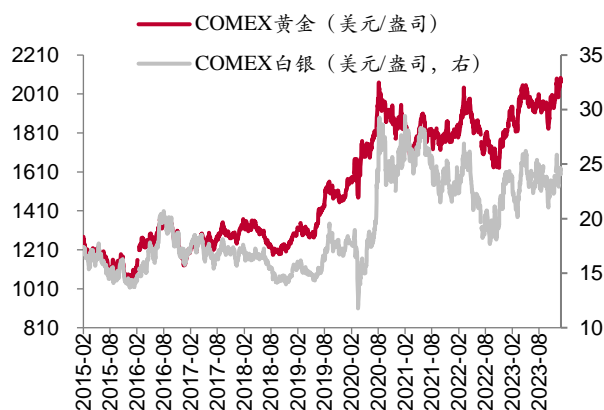
| 证券代码 | 证券名称 | 2023.12.29 收盘价 | 2023.12.22 收盘价 | 周涨跌幅 |
|-----------|------|-------------------|-------------------|-------|
| 000975.SZ | 银泰黄金 | 15.00 | 15.26 | -1.7% |
| 601069.SH | 西部黄金 | 12.06 | 12.25 | -1.6% |
| 688456.SH | 有研粉材 | 28.17 | 28.50 | -1.2% |
| 300748.SZ | 金力永磁 | 20.22 | 20.35 | -0.6% |
| 000657.SZ | 中钨高新 | 8.48 | 8.48 | 0.0% |
| 000831.SZ | 五矿稀土 | 27.67 | 27.55 | 0.4% |
| 600489.SH | 中金黄金 | 9.96 | 9.85 | 1.1% |
| 000060.SZ | 中金岭南 | 4.32 | 4.27 | 1.2% |
| 002237.SZ | 恒邦股份 | 10.78 | 10.63 | 1.4% |
| 002149.SZ | 西部材料 | 15.72 | 15.50 | 1.4% |

来源: Wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 美联储降息预期继续升温, 金价上涨

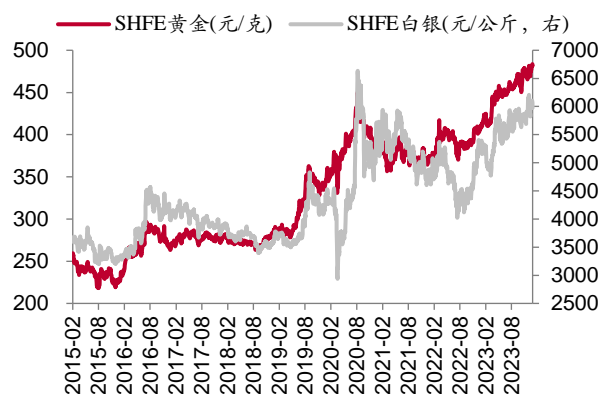
- 周内, 在美联储“鸽”派发声下, 以及逐渐降温的美国就业数据, 市场持续交易美联储 2024 年降息时间与幅度, 令周内十年期美债继续低于 4% 并持续走低, 金价有所上涨。截至 12 月 29 日, COMEX 黄金收于 2071.80 美元/盎司, 环比上涨 0.13%; COMEX 白银收于 24.09 美元/盎司, 环比下跌 1.95%; SHFE 黄金收于 481.70 元/克, 环比上涨 0.45%; SHFE 白银收于 5976 元/千克, 环比下跌 1.87%。

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 基本金属: 美元指数回落, 价格整体上涨

- 周内, 周内美联储降息预期再起, 美元走弱, 宏观情绪好转; 欧央行持“鹰”并未给出 2024 年降息信号亦令欧元持坚; 国内, 全国规模以上工业企业利润同比增长 29.5%, 数据十分可观, 企业利润改善, 工业部门复苏提速, 整体经济利好依存, 基本金属价格整体上行。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-0.1%、2.7%、-0.2%、2.3%、2.1%、0.4%, 价格涨跌互现。

图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅

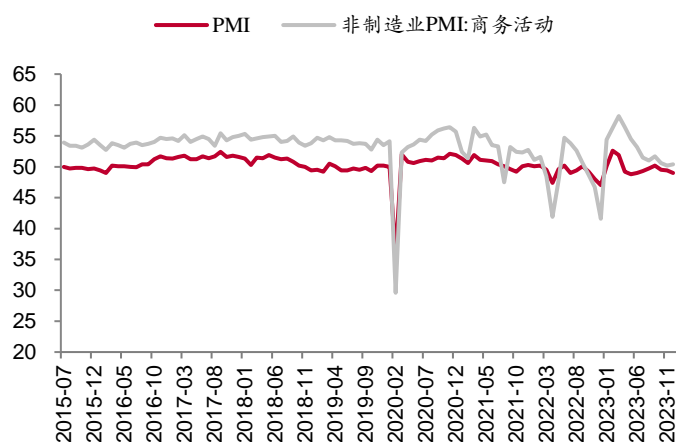
| | 交易所 | 最新价格 | 2020.1.23 价格 | 本周涨跌幅 | 年初至今涨跌幅 | 2020.1.23 至今涨跌幅 | 2010 年至今价格分位数 |
|---|------|--------|--------------|-------|---------|-----------------|---------------|
| 铜 | LME | 8562 | 6082 | -0.1% | -12.2% | 40.8% | 83.8% |
| | SHFE | 68920 | 48020 | -0.2% | -2.1% | 43.5% | |
| 铝 | LME | 2388 | 1794 | 2.7% | -15.1% | 33.1% | 74.7% |
| | SHFE | 19505 | 14100 | 1.8% | -4.3% | 38.3% | |
| 铅 | LME | 2067 | 1988 | -0.2% | -9.8% | 4.0% | 63.3% |
| | SHFE | 15875 | 14850 | 1.3% | 3.8% | 6.9% | |
| 锌 | LME | 2662 | 2373 | 2.3% | -24.7% | 12.2% | 82.1% |
| | SHFE | 21545 | 18160 | 1.5% | -10.7% | 18.6% | |
| 锡 | LME | 25300 | 17200 | 2.1% | -35.1% | 47.1% | 95.2% |
| | SHFE | 212100 | 137340 | 1.0% | -28.4% | 54.4% | |
| 镍 | LME | 16620 | 13375 | 0.4% | -19.7% | 24.3% | 55.2% |
| | SHFE | 125210 | 105850 | -4.2% | -17.7% | 18.3% | |

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。

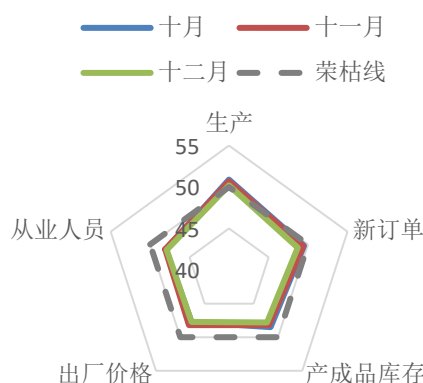
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素: 国内 12 月官方制造业 PMI 有所回落

- 国内 12 月官方制造业 PMI 有所回落。本周披露国内 12 月官方制造业 PMI 为 49.0 (前值 49.4), 非制造业 PMI 商务活动指数为 50.4 (前值 50.2); 11 月国内工业企业利润累计同比为-4.4% (前值-7.8%)。

图表 8: 国内官方制造业与非制造业 PMI


来源: Wind, 中泰证券研究所

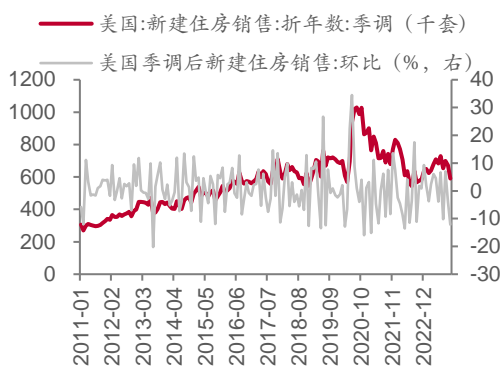
图表 9: 国内 PMI 分项


来源: Wind, 中泰证券研究所

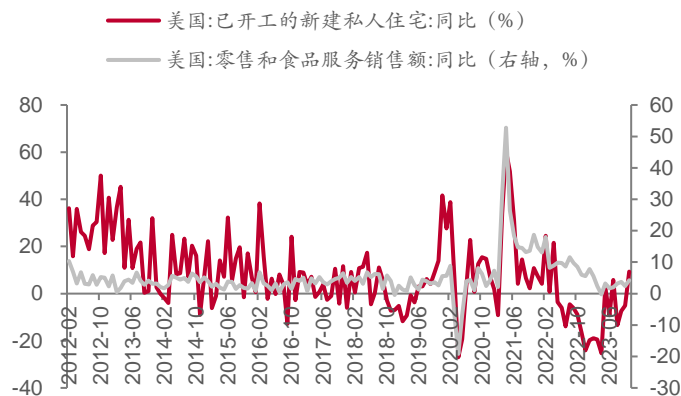
2.2 美国因素: 周内初请失业金人数超预期回升

- 美国 12 月里奇蒙德联储制造业指数季调有所回落且低于预期。本周披露美国 11 月芝加哥联储全国活动指数为 0.03 (前值-0.66); 12 月里奇蒙德联储制造业指数季调为-11.0 (前值-5.0, 预期-7.0)。

图表 10: 美国新屋销售及环比
图表 11: 美国新屋开工及零售同比



来源: Wind, 中泰证券研究所

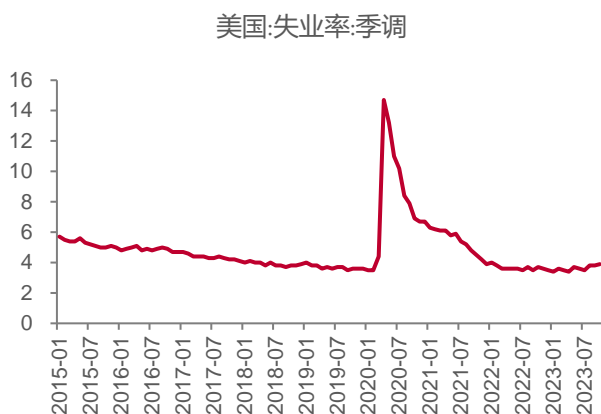


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **美国周内初请失业金人数超预期回升。**本周披露美国当周初请失业金人数为 21.8 万人（前值 20.6 万人，预期 21.0 万人）。

图表 12: 美国失业率季调 (%)

图表 13: 美国当周初请失业金人数 (万人)



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **美联储如期暂停加息。**美联储如市场所料，连续三次利率决议按兵不动。FOMC 声明显示，将评估需要“任何”额外加息的程度；通胀在过去一年中“有所缓解”，但仍然居高不下。经济活动已从第三季度的强劲势头放缓。点阵图显示过半美联储官员预计明年至少降息三次，每次 25 个基点，近三成官员预计至少降四次。美联储主席鲍威尔表示，尽管美联储不排除适当时候进一步加息的可能性，但相信利率可能已经达到或接近峰值。同时美联储正在思考、讨论何时降息合适；降息已开始进入视野。

图表 14: 美联储利率政策市场预期

图表 15: 美元指数走势图

| CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | | | | | |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 | 550-575 | 575-600 |
| 2024/1/31 | | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 15.5% | 84.5% | 0.0% | 0.0% |
| 2024/3/20 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 13.0% | 73.5% | 13.5% | 0.0% | 0.0% |
| 2024/5/1 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 11.4% | 66.1% | 20.8% | 1.6% |
| 2024/6/12 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 2.6% | 23.7% | 56.0% | 16.5% | 1.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2024/7/31 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 20.9% | 51.7% | 21.7% | 3.3% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2024/9/18 | 0.0% | 0.0% | 2.1% | 19.9% | 50.2% | 23.2% | 4.2% | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2024/11/7 | 0.0% | 0.0% | 1.4% | 13.9% | 40.0% | 32.3% | 10.6% | 1.6% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2024/12/18 | 1.1% | 11.3% | 34.4% | 33.9% | 15.2% | 3.5% | 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 2023 年 12 月 31 日



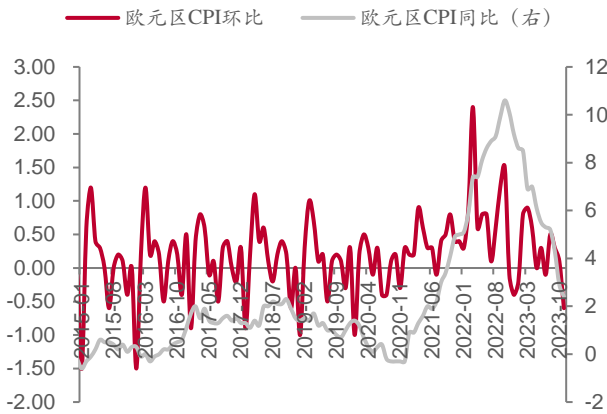
来源：Wind，中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：欧元区 11 月营建产出环比有所回落

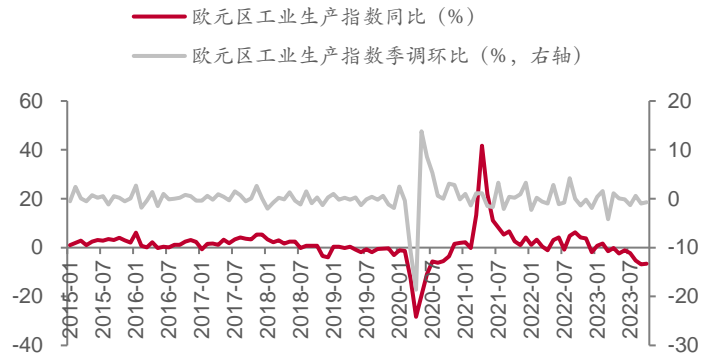
- 欧元区 11 月营建产出环比有所回落。本周披露 11 月欧元区营建产出环比-0.9%（前值 0.8%）。

图表 16：欧元区 CPI 同比及环比 (%)

图表 17：欧元区工业生产指数同比及环比



来源：Wind，中泰证券研究所



来源：Wind，中泰证券研究所

3. 贵金属：大周期上行趋势不变

3.1 上行趋势不变

- 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。

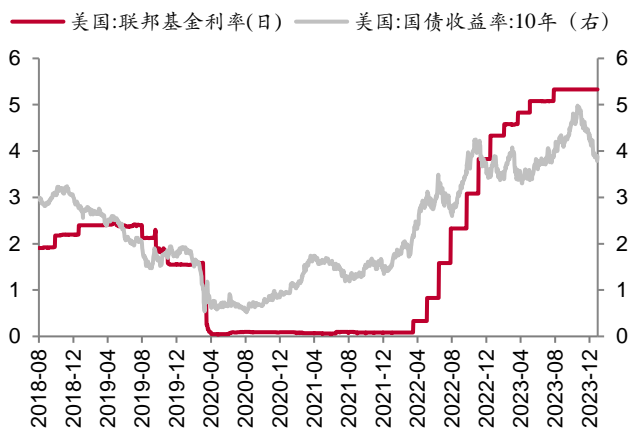
图表 18：高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系（美元/盎司）



来源：Wind，中泰证券研究所

- 截至 12 月 29 日，本周美国 10 年期国债名义收益率隐含通胀预期环比回落至 2.16%，10 年期国债实际收益率环比回升至 1.72%；截至 12 月 29 日，COMEX 黄金收于 2071.80 美元/盎司，环比上涨 0.13%；COMEX 白银收于 24.09 美元/盎司，环比下跌 1.95%；SHFE 黄金收于 481.70 元/克，环比上涨 0.45%；SHFE 白银收于 5976 元/千克，环比下跌 1.87%。

图表 19：十年期美债收益率与联邦基金利率 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

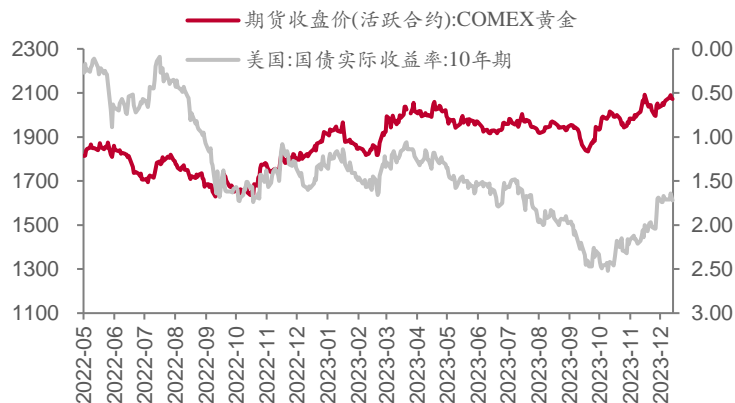
图表 20：通胀预期与真实收益率 (%)



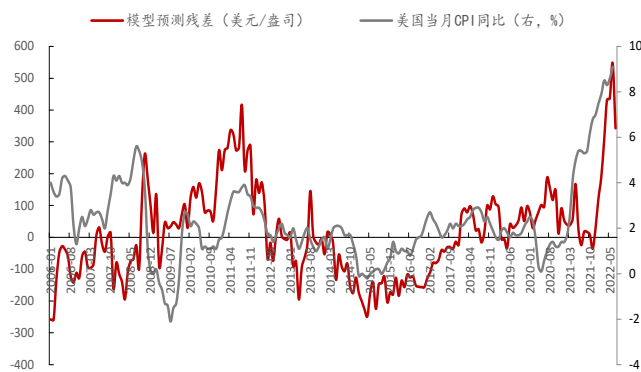
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 21：金价与十年期美国国债收益率

图表 22：美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系



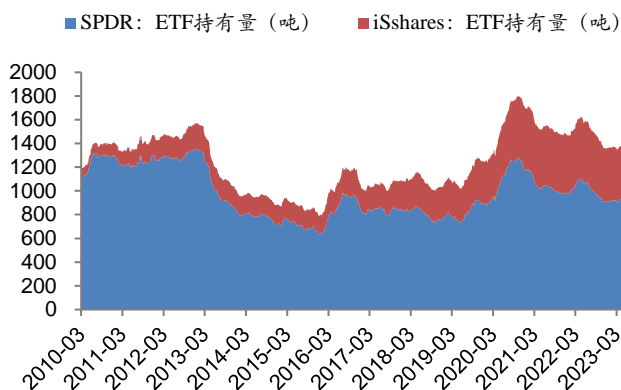
来源: Wind, 中泰证券研究所



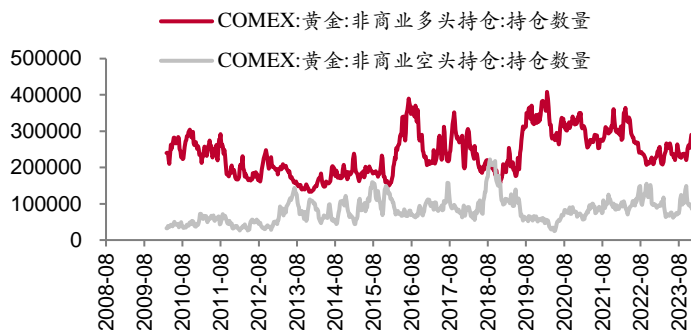
来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓环比增加, COMEX 净多头结构延续

- **黄金 ETF 持仓环比增加, COMEX 净多头结构延续。**截至 12 月 29 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,277.71 吨, 环比增加 0.57 吨。截至 12 月 26 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回升至 28.98 万张附近 (前值 28.10 万张), 同时非商业空头持仓回升至 8.21 万张附近 (前值 7.96 万张附近), 净多头持仓量回升至 20.77 万张 (前值 20.13 万张)。

图表 23: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

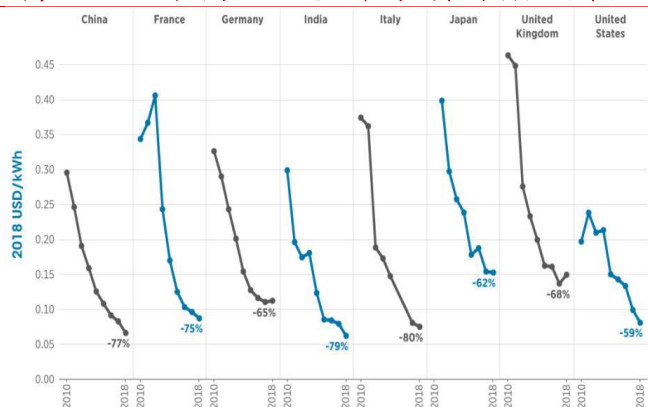
图表 24: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)


来源: Wind, 中泰证券研究所

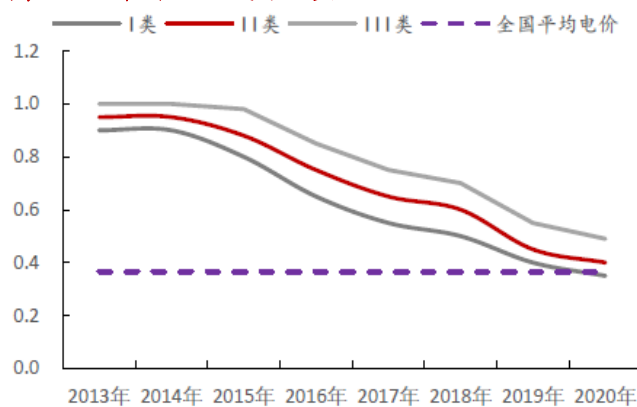
3.3 光伏产业链步入景气周期, 白银有望开启黄金时代

- **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

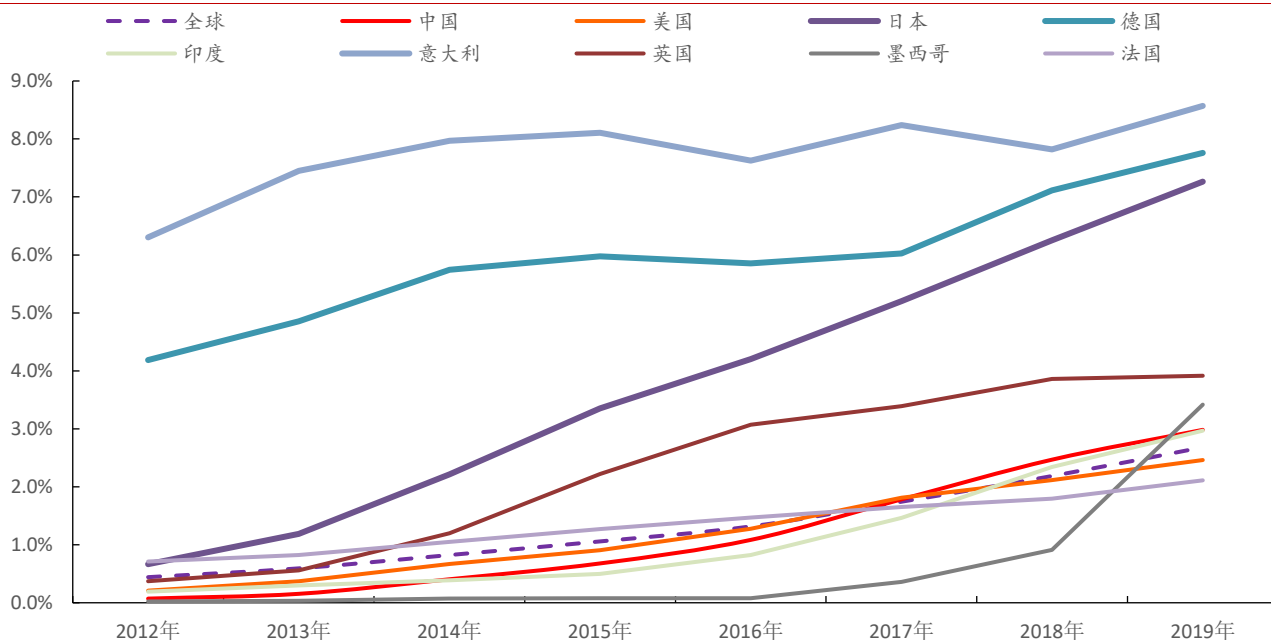
降低效果明显，表现为硅料、非硅成本持续降低，电池效率不断提升，以国内为例，2018年单位光伏发电量对应的成本相比2010年降低77%，度电成本已靠近国内火电的平均发电成本，平价上网在部分地区已接近现实，光伏电池目前已经成为可再生能源领域的主要选择，截至2019年底，全球累计装机容量超过600GW，其中去年新增116GW创纪录，2011-2019年全球光伏安装量年均复合增速达18.29%，但目前光伏发电的渗透率仍然较低，2019年全球光伏发电量占比仅2.7%，国内占比3%，随着平价时代到来以及光伏发电成本的进一步降低，光伏发电的渗透率也将进一步提升，未来具备广阔成长空间。

图表 25: 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 26: 平价上网成为现实 (元/度)


来源: 国家发改委, 中泰证券研究所

图表 27: 光伏发电渗透率有望快速提升 (吨)


来源: BP, 中泰证券研究所

- 投资需求维持稳定，光伏用银的持续增加将导致白银供需关系持续趋紧。** 白银作为导电性能最好的金属，在光伏产业的应用上具有不可替代的作用，主要是电池片的正银和背银，2011-2019年全球光伏用银复合增速15%，2022年光伏应用中的白银需求量达到4363.3吨，占白银总需求的11.29%。假设未来单位光伏用银量年均减少5%，2023年全球

光伏装机量 275GW，对应 2023 年光伏耗银 4956.2 万吨，在白银总需求的占比进一步提升至 12%，光伏耗银的持续增长持续拉大白银供需缺口。

图表 28：白银供需平衡表预测（吨）

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

资料来源：Wind，世界白银协会、中泰证券研究所

图表 29：光伏产业白银需求预测

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

资料来源：Wind，世界白银协会、中泰证券研究所

- **金银比**，是衡量白银相对价格高低的一个有效指标。从 1998 年至今 20 年间，金银比总体上运行于 40-80 区间，靠近区间上沿，则往往银价相对黄金被低估。截至 12 月 29 日，当前金银比 87.36，环比回升 2.44。

图表 30：金银比（伦敦现货）



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 31: 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% |

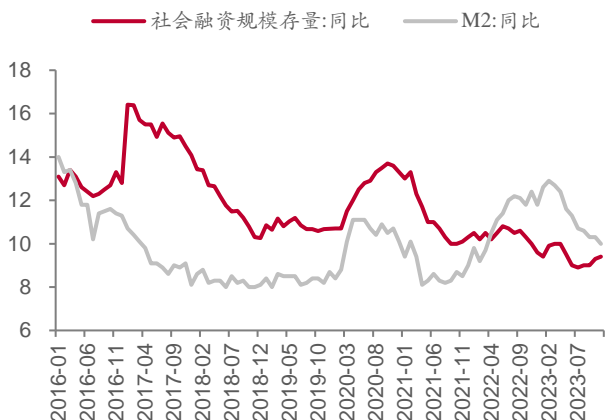
资料来源: Wind、中泰证券研究所

4.基本金属: 国内稳增长和海外流动性收缩之间的赛跑

4.1 基本金属: 国内经济逐步见底, 海外流动性紧缩进入尾声

- 中央经济工作会议指出我国经济具有巨大的发展韧性和潜力, 长期向好的基本面没有改变: 中央经济工作会议强调“做好下半年经济工作, 要坚持稳中求进工作总基调”, 强调“突要积极扩大国内需求, 发挥消费拉动经济增长的基础性作用, 通过增加居民收入扩大消费, 通过终端需求带动有效供给, 把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”, 强调“要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费, 推动体育休闲、文化旅游等服务消费”等。

图表 32: 国内社融数据有望筑底回升 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

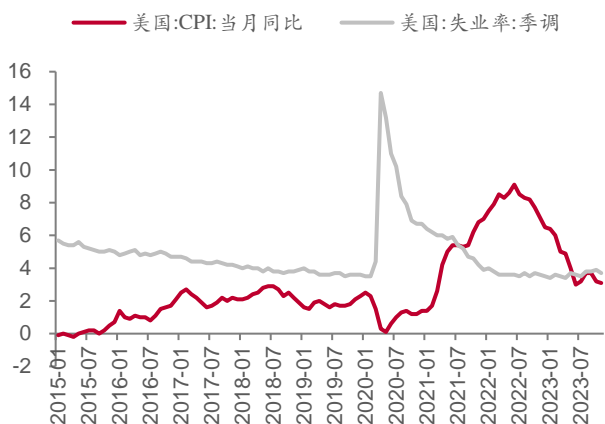
图表 33: 地方政府稳增长文件持续出台

| 时间 | 省份 | 文件 |
|------------|-----|--------------------------------------|
| 2023年1月1日 | 广西 | 关于印发广西进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本工作方案的通知 |
| 2023年1月3日 | 河南 | 大力提振市场信心促进经济稳定向好政策措施 |
| 2023年1月3日 | 湖北 | 关于更好服务市场主体推动经济稳健发展的若干政策措施 |
| 2023年1月5日 | 重庆 | 加力振作工业经济若干政策措施 |
| 2023年1月9日 | 浙江 | 扩大有效投资“千项万亿”工程2023年重大项目实施计划 |
| 2023年1月16日 | 江苏 | 关于推动经济运行率先整体好转的若干政策措施 |
| 2023年1月17日 | 云南 | 2023年推动经济稳进提质政策措施 |
| 2023年1月19日 | 黑龙江 | 关于促进全省经济运行整体好转的若干政策措施 |
| 2023年1月19日 | 内蒙古 | 关于印发2023年自治区推动产业优化升级促进经济高质量发展工作要点的通知 |
| 2023年1月20日 | 辽宁 | 进一步稳经济若干政策举措 |
| 2023年1月29日 | 上海 | 提信心扩需求稳增长促发展行动方案 |

来源: Wind, 中泰证券研究所

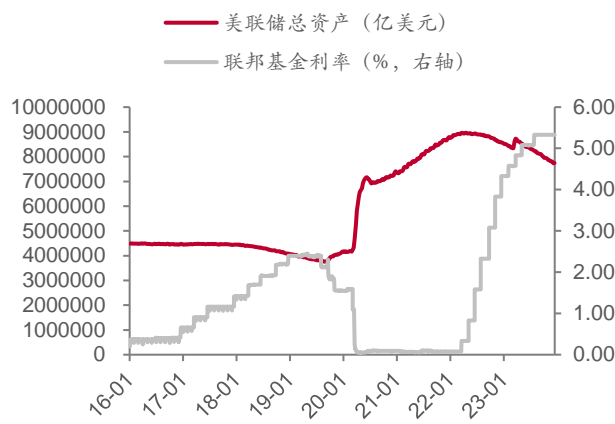
■ 但海外正处于流动性收缩周期的尾声，伴随着高利率及流动性的退潮，终端的投资需求也将受到一定影响。

图表 34: 美国通胀韧性仍存 (%)



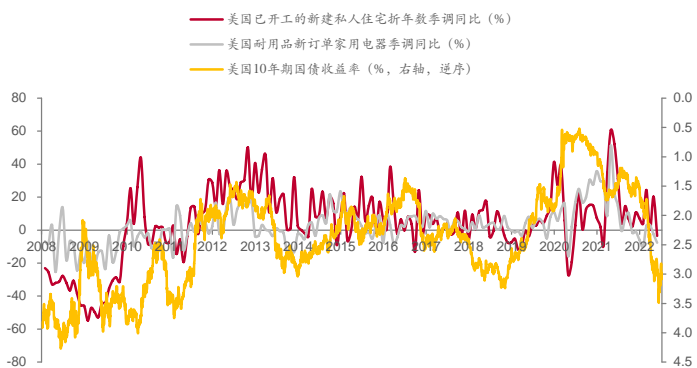
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 35: 美联储加息已至尾声



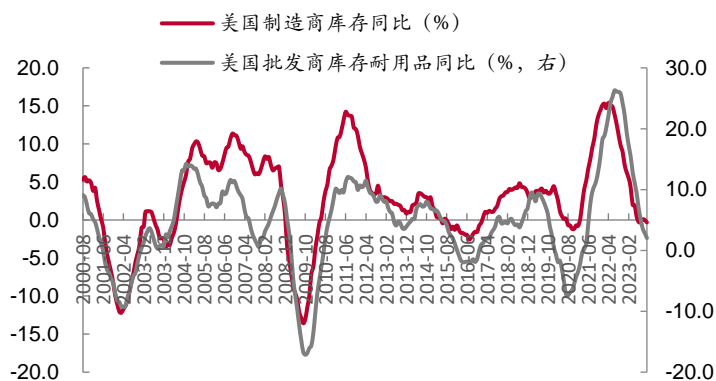
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 36: 美债利率与耐用品消费周期显著负相关



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 37: 美国制造商、批发商库存同比



来源: Wind, 中泰证券研究所

4.2 铝: 宏观利好配合基本面强推动, 铝市短期维持偏强

- **电解铝开工产能保持稳定。**青海地区受地震影响导致供电能力下降，但对生产未产生影响；河南郑州发布重污染天气橙色预警调整为红色预警的通知，河南省内电解铝企业反馈目前没有减产计划。总体而言，本周电解铝供应 4207.3 万吨，较上周相比持稳。
- **无新增复产产能。**截至 2023 年 12 月 29 日，2023 年中国电解铝总复产规模 363.2 万吨，已复产 331.2 万吨，待复产 24 万吨，预期年内还可复产 0 万吨，预期年内最终实现复产累计 331.2 万吨。

图表 38: 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 | 广西来宾银海铝业有限公司 | 19 | 19 | 2023 年一季度 | 0 | 0 | 19 |
| 广西 | 广西苏源投资股份有限公司 | 10 | 10 | 2023 年一季度 | 0 | 0 | 10 |
| 广西 | 广西田林百矿铝业有限公司 | 5 | 3 | 2023 年 7 月 | 2 | 0 | 3 |

| | | | | | | | |
|----|------------------|-------|-------|----------|-----|---|-------|
| 四川 | 四川启明星铝业有限责任公司 | 6 | 0 | 2023年4月 | 6 | 0 | 0 |
| 四川 | 阿坝铝厂 | 11 | 8.5 | 2023年1月 | 2.5 | 0 | 8.5 |
| 四川 | 眉山市博眉启明星铝业有限公司 | 6 | 3.5 | 2023年4月 | 2.5 | 0 | 3.5 |
| 四川 | 广元中孚高精铝材有限公司 | 20 | 20 | 2023年2月 | 0 | 0 | 20 |
| 四川 | 广元弘昌晟铝业有限责任公司 | 3.5 | 3.5 | 2023年3月 | 0 | 0 | 3.5 |
| 贵州 | 遵义铝业股份有限公司 | 28 | 28 | 2023年3月 | 0 | 0 | 28 |
| 贵州 | 贵州华仁新材料有限公司 | 28 | 28 | 2023年2月 | 0 | 0 | 28 |
| 贵州 | 安顺市铝业有限公司 | 8 | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 贵州 | 贵州省六盘水双元铝业有限责任公司 | 4 | 4 | 2023年3月 | 0 | 0 | 4 |
| 云南 | 云铝集团 | 123.2 | 123.2 | 2023年二季度 | 0 | 0 | 123.2 |
| 云南 | 云南神火铝业有限公司 | 36 | 36 | 2023年二季度 | 0 | 0 | 36 |
| 云南 | 云南宏泰新型材料有限公司 | 18 | 18 | 2023年二季度 | 0 | 0 | 18 |
| 云南 | 云南其亚金属有限公司 | 14 | 3 | 2023年二季度 | 11 | 0 | 3 |
| 河南 | 河南豫港龙泉铝业有限公司 | 11 | 11 | 2023年3月 | 0 | 0 | 11 |
| 贵州 | 贵州兴仁登高新材料有限公司 | 12.5 | 12.5 | 2023年二季度 | 0 | 0 | 12.5 |
| | 总计 | 363.2 | 331.2 | | 24 | 0 | 331.2 |

资料来源：百川、中泰证券研究所

- **无新增投产产能。**截至2023年12月29日，2023年中国电解铝已建成且待投产的新产能177.7万吨，已投产122.7万吨，待开工新产能53万吨，预期年内还可投产共计0万吨，预期年度最终实现累计122.7万吨。

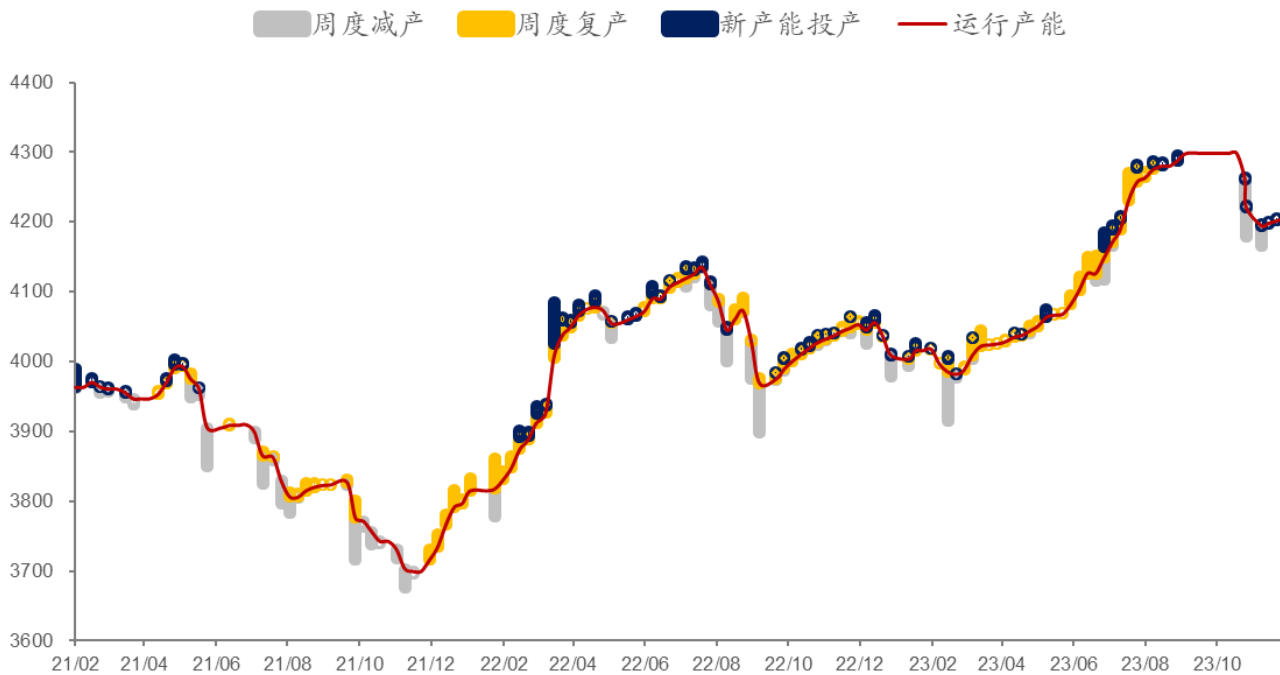
图表 39：电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况（单位：万吨）

| 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 |
|-----|-------------------------|-------|-------|----------|-----|----------|------------|
| 甘肃 | 甘肃中瑞铝业有限公司 | 11.2 | 11.2 | 2023年1月 | 0 | 0 | 11.2 |
| 内蒙古 | 内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司铝电分公司 | 26 | 26 | 2023年1月 | 0 | 0 | 26 |
| 云南 | 云南宏泰新型材料有限公司 | 108 | 55 | 2023年二季度 | 0 | 0 | 55 |
| 贵州 | 贵州兴仁登高新材料有限公司 | 12.5 | 12.5 | 2023年二季度 | 0 | 0 | 12.5 |
| 贵州 | 贵州元豪铝业有限公司 | 10 | 8 | 2023年1月 | 0 | 0 | 8 |
| 贵州 | 贵州华仁新材料有限公司 | 10 | 10 | 2023年三季度 | 0 | 0 | 10 |
| | 总计 | 177.7 | 122.7 | | 0 | 0 | 122.7 |

资料来源：百川、中泰证券研究所

- **电解铝运行产能较上周持平。**截止2023年12月28日，国内电解铝运行产能达4207.3万吨。

图表 40：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）

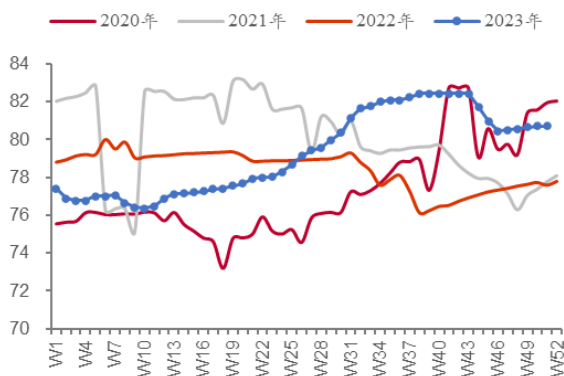


来源：百川、中泰证券研究所

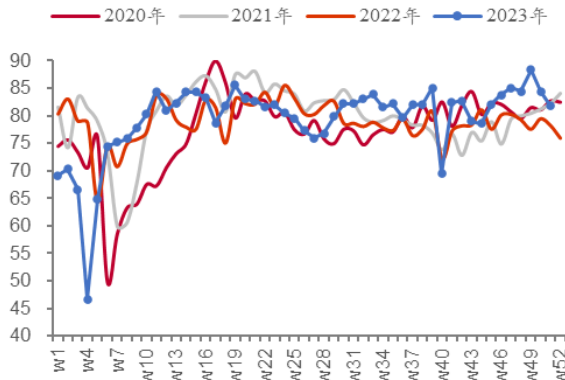
■ **供应产量企稳。**根据百川，本周电解铝产量 80.69 万吨，环比持平。

图表 41: 电解铝周度产量 (万吨)

图表 42: 国内电解铝周度需求 (万吨)



来源：百川，中泰证券研究所

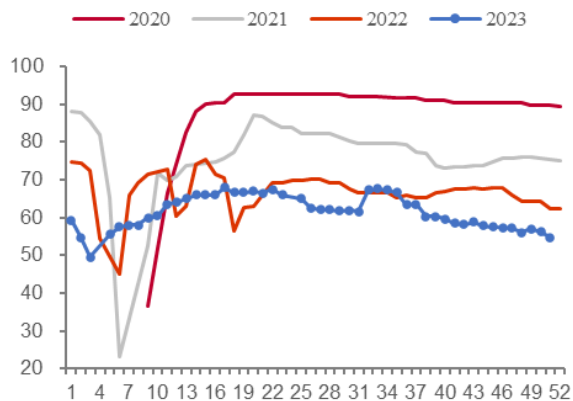


来源：百川，中泰证券研究所

■ **铝加工板块开工率下降：**截止 2023 年 12 月 30 日，铝加工企业平均开工率为 60.2%，环比下降 2.9PCT，同比下降 3.7PCT。

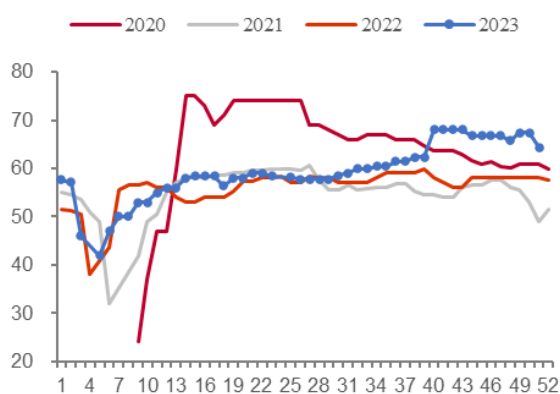
图表 43: 铝型材开工率 (%)

图表 44: 铝线缆开工率 (%)



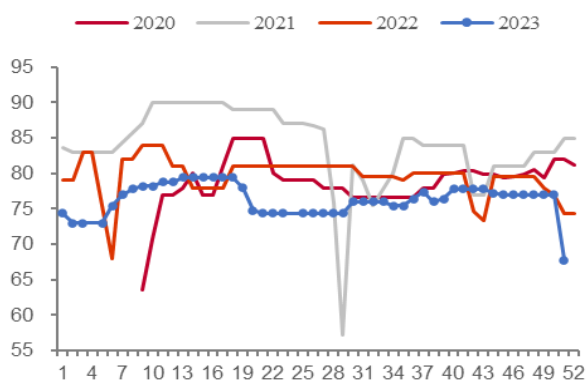
来源：百川，中泰证券研究所

图表 45: 铝板带开工率 (万吨)

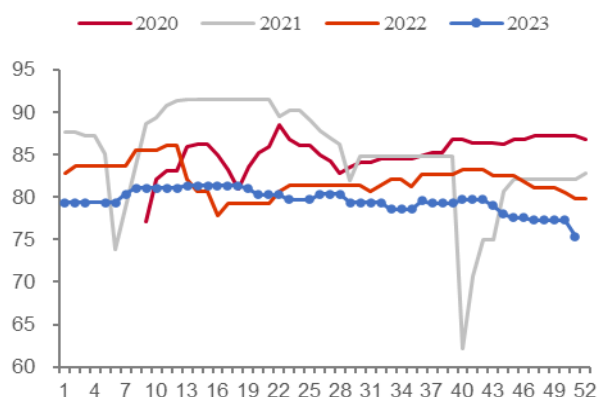


来源：百川，中泰证券研究所

图表 46: 铝箔开工率 (%)



来源：百川，中泰证券研究所

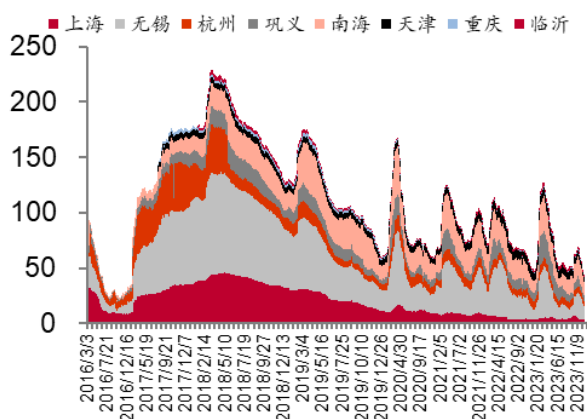


来源：百川，中泰证券研究所

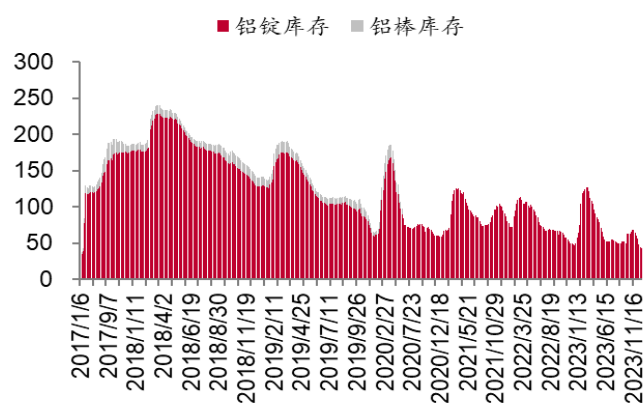
- 国内铝锭库存下降：2023年12月29日，SMM统计国内电解铝锭社会库存43.4万吨，环比下降1.2万吨。海外方面，截至12月29日，LME铝库存52.81万吨，环比上升1.962万吨。

图表 47: 国内电解铝社会库存走势 (万吨)

图表 48: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)



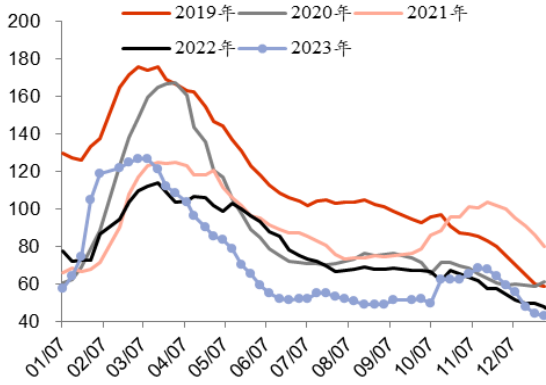
来源：SMM，中泰证券研究所



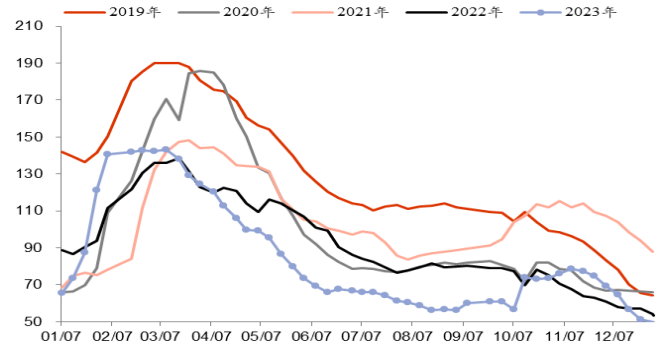
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 49: 国内电解铝年度社会库存走势对比 (万吨)

图表 50: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



来源：SMM，中泰证券研究所



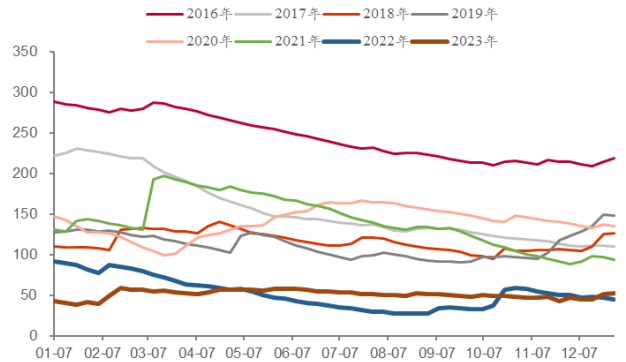
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 51: LME 铝期货库存变动 (万吨)

图表 52: LME 铝期货库存年度对比 (万吨)



来源：Wind，中泰证券研究所



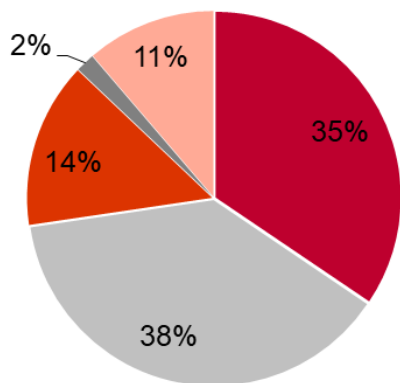
来源：Wind，中泰证券研究所

■ **即时盈利走阔。**截至 12 月 29 日，氧化铝价格 3090 元/吨，环比上升 3.17%，氧化铝成本 2941 元/吨，环比下降 0.29%，吨毛利 149 元/吨，环比上升 104 元/吨。预焙阳极方面，本周周内均价 4713/吨，环比持平；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4672 元/吨，环比下降 0.73%，周内平均吨毛利 40 元/吨，环比上升 582.96%；如果不虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4326 元/吨，环比下降 1.18%，周内平均吨毛利 387 元/吨，环比上升 16.77%。对于除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 16354 元/吨，环比上升 0.1%，长江现货铝价 19510 元/吨，环比上升 1.99%，吨铝盈利 2094 元，环比上升 13.01%。具体走势如下：

图表 53: 电解铝的完全成本构成

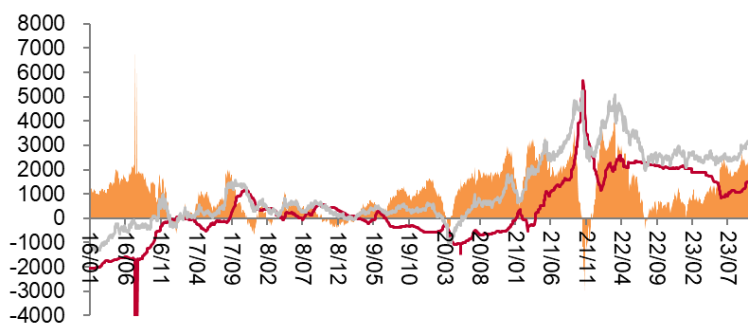
图表 54: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)

■ 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

■ 利润 ■ 完全成本 (右轴) ■ 长江现货价格 (右轴)

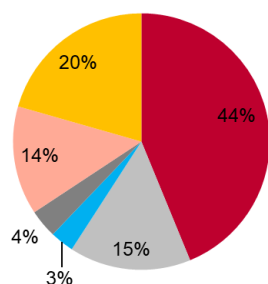


来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

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 55: 氧化铝生产成本构成

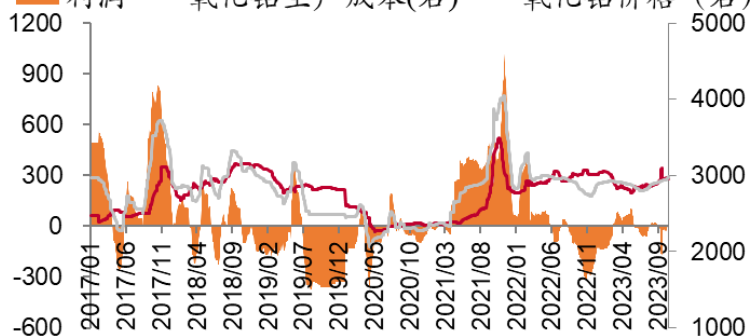
■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰 ■ 电力 ■ 其他能源 ■ 其他成本



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 56: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)

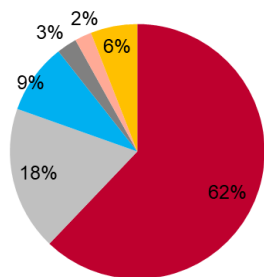
■ 利润 ■ 氧化铝生产成本(右) ■ 氧化铝价格 (右)



来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 57: 预焙阳极生产成本构成

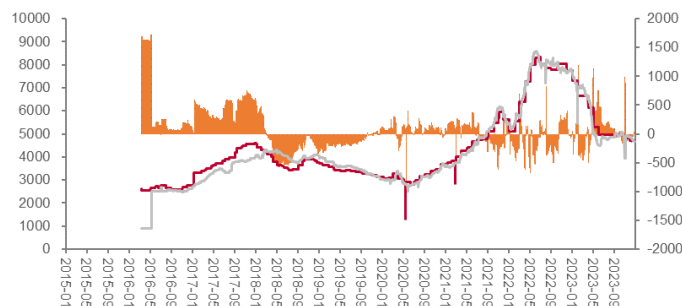
■ 石油焦 ■ 煤沥青 ■ 焙烧费 ■ 销售及运费 ■ 环保费 ■ 其他成本



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 58: 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 59: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)

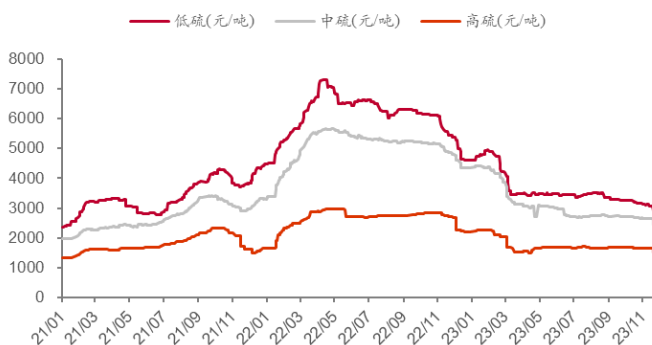


来源：SMM，中泰证券研究所

注：不考虑企业原料库存影响，采用原料现货价格

- **中低硫石油焦价格偏弱。**截止 12 月 29 日，低硫石油焦价格为 2874.85 元/吨，周环比上升 0.4%%，同比下降 45.63%。中硫石油焦价格 2339.54 元/吨，周环比下降 0.6%，同比下降 49.15%。高硫石油焦价格为 1520 元/吨，周环比持平，同比下降 32.95%。

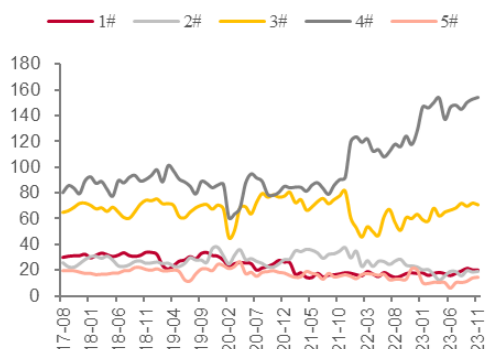
图表 60：石油焦价格 (元/吨)



来源：Wind，中泰证券研究所

- **石油焦供应结构持续分化。**11 月国内 1#-5#石油焦总产量 279 万吨，同比增加 16.06%，环比增加 0.36%，其中 1#石油焦同比增加 33.4%，环比增加 11.48%，2#石油焦同比减少 18.22%，环比减少 2.66%，3#石油焦同比增加 18.06%，环比增加 0.97%。进口方面，10 月硫 < 3% 的未煅烧石油焦进口 39.04 万吨，同比减少 1%，环比增加 55%，其他未煅烧的石油焦进口 73.4 万吨，同比减少 14%，环比增加 7%。

图表 61：国内石油焦月度产量 (万吨)



图表 62：国内未煅烧石油焦进口数量 (万吨)

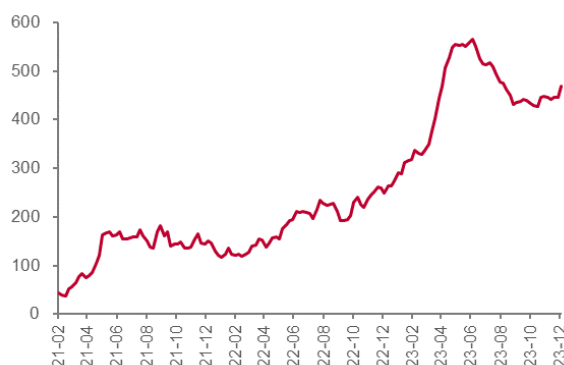


来源：百川、中泰证券研究所

来源：Wind、中泰证券研究所

- **石油焦库存增加。**截至 12 月 29 日，石油焦库存总量 468.1 万吨，同比上升 87.92%，环比上升 5.07%。

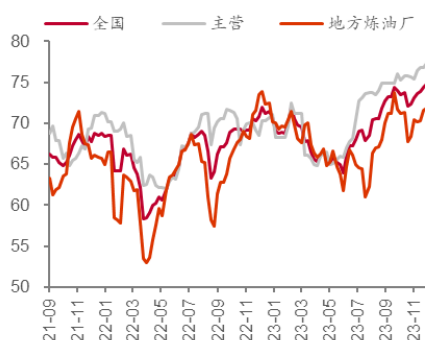
图表 63: 石油焦库存 (万吨)



来源：钢联、中泰证券研究所

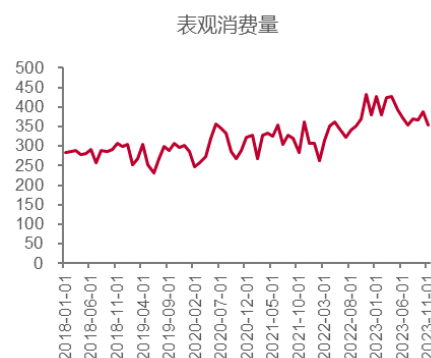
- **地炼厂开工率下降。**截止 12 月 29 日，国内石油焦开工率为 74.83%，环比上升 0.54%，其中主营炼厂焦化装置开工率为 77.34%，环比上升 0.68%，地炼厂焦化装置开工率为 71.84%，环比上升 0.36%。国内石油焦 11 月表观消费量 352.44 万吨，环比下降 9%，同比下降 18%。

图表 64: 国内石油焦开工率 (%)



来源：钢联、中泰证券研究所

图表 65: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)

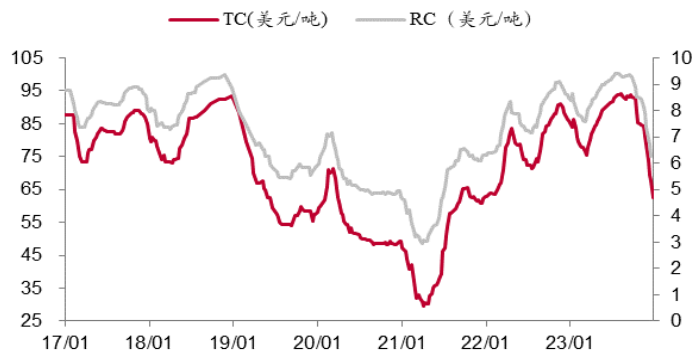


来源：钢联、中泰证券研究所

4.3 铜：宏观利好持续衬托 铜价节节攀升再冲高位

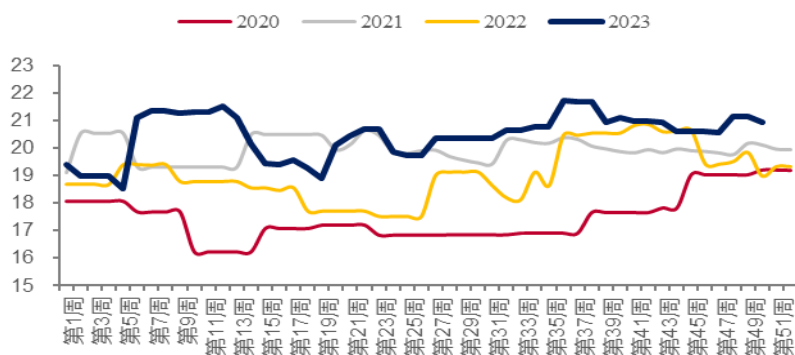
- **CSPT 敲定 2024 一季度指导价 铜精矿现货加工费持续恶化。**12 月 29 日 SMM 进口铜精矿指数（周）报 62.55 美元/吨，较上一 67.49 美元/吨减少 4.94 美元/吨。卖方同冶炼厂的长单谈判异常缓慢，卖方基于 2024 年铜精矿供需平衡的结果和现货市场供不应求的现状，部分贸易商甚至不想再对外报 2024 年的铜精矿长单量，转而全部以现货方式进行销售。在现货市场上，近期的铜精矿现货成交加工费直线下滑。市场上贸易商对明年一季度的干净矿报盘价多在 50 美元低位，铜精矿现货加工费的急速下滑对中国冶炼厂的铜精矿采购施加压力。

图表 66: 铜矿 TC/RC



来源: SMM, 中泰证券研究所

■ 供给端, 百川统计本周国内电解铜产量 20.94 万吨, 环比下降 0.85%。

图表 67: 电解铜周度产量 (万吨)


来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 68: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)

| 公司名称 | 粗炼产能 | 精炼产能 | 开始时间 | 结束时间 | 检修环节 | 备注 | 预估影响精铜产量 | 实际影响精铜产量 |
|-------------------|--------|--------|------------|------------|------|--------|----------|----------|
| 浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司 | 15(新线) | 20(新线) | 2023年2月1日 | 2023年2月27日 | 粗炼 | 27天 | 0.5 | 0.55 |
| 大冶有色金属集团控股有限公司 | 30 | 60 | 2023年3月20日 | 2023年9月中下旬 | 粗炼 | 248天左右 | 10 | 20 |
| 青海铜业责任有限公司 | 10 | 15 | 2023年4月 | 2023年4月 | 粗炼 | 20天左右 | 1 | 0.85 |
| 铜陵金冠(奥炉) | 20 | 33 | 2023年4月25日 | 2023年5月25日 | 粗炼 | 30天 | 2 | |
| 新疆五鑫铜业有限责任公司 | 10 | 20 | 2023年4月10日 | 2023年4月20日 | 粗炼 | 10天 | 0.3 | 0.3 |
| 江西铜业(本部) | 55 | 100 | 2023年4月7日 | 2023年4月28日 | 粗炼 | 22天 | 0 | 0 |
| 白银有色集团股份有限公司 | 20 | 27 | 2023年3月26日 | 2023年4月25日 | 粗炼 | 31天 | 0.8 | 1.4 |
| 中条山有色金属集团有限公司(垣曲) | 13 | 13 | 2023年5月1日 | 2023年6月初 | 粗炼 | 35天 | 1 | 0.9 |
| 国投金城冶金有限责任公司 | 10 | 10 | 2023年6月初 | 2023年7月初 | 粗炼 | 38天 | 1 | 0.8 |
| 黑龙江紫金铜业有限公司 | 15 | 15 | 2023年5月 | 2023年6月 | 粗炼 | 15-20天 | 0 | 1.1 |
| 阳谷建发铜业有限公司 | 40 | 50 | 2023年6月初 | 2023年6月底 | 粗炼 | 25天左右 | 1 | 0.8 |
| 吉林紫金铜业有限公司 | 10 | 10 | 2023年5月 | 2023年6月 | 粗炼 | 15-20天 | 0 | 1.1 |
| 飞尚铜业有限公司 | 10 | 0 | 2023年6月 | 2023年6月 | 粗炼 | 20天左右 | 0 | 0.0 |
| 葫芦岛宏跃北方铜业 | 10 | 15 | 2023年6月 | 2023年7月 | 粗炼 | 30天左右 | 0.7 | 0.7 |

| | | | | | | | | |
|-------------------|--------|--------|-------------|------------|----|-------|-----|-----|
| 山东中金岭南铜业有限责任公司 | 40 | 70 | 2023年7月初 | 2023年7月底 | 粗炼 | 25天左右 | 0.5 | 0.5 |
| 赤峰云铜有色金属有限公司 | 40 | 40 | 2023年5月中旬 | 2023年7月12日 | 粗炼 | 64天左右 | 2.5 | 4.5 |
| 金川集团(本部) | 35 | 60 | 2023年6月中下旬 | 2023年8月 | 粗炼 | 45天 | 3 | 2.6 |
| 赤峰富邦铜业有限责任公司 | 10 | 0 | 2023年9月 | 2023年9月 | 粗炼 | 20天左右 | 0 | |
| 包头华鼎铜业发展有限公司 | 10 | 3 | 2023年9月 | 2023年9月 | 粗炼 | 15天 | 0 | |
| 铜陵金冠(双闪) | 48 | 40 | 2023年9月 | 2023年9月 | 粗炼 | 15天 | 0.5 | 0.2 |
| 金隆铜业有限公司 | 32 | 45 | 2023年9月 | 2023年10月 | 粗炼 | 24天 | 0.5 | 0.2 |
| 浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司 | 15(老线) | 15(老线) | 2023年9月 | 2023年10月 | 粗炼 | 35天 | 1 | 1.2 |
| 安徽友进冠华新材料科技股份有限公司 | 10 | 0 | 2023年10月初 | 2023年11月 | 粗炼 | 40 | | |
| 豫光金铅 | 10 | 15 | 2023年10月 | 2023年10月 | 粗炼 | 25天 | 0.8 | 0.6 |
| 广西金川有色金属有限公司 | 45 | 47 | 2023年11月 | 2023年11月 | 粗炼 | 15天 | | |
| 楚雄滇中有色金属有限公司 | 15 | 0 | 2023年11月 | 2023年12月 | 粗炼 | 35天 | | |
| 国投金城冶金有限责任公司 | 10 | 10 | 2023年12月15日 | 2024年1月10日 | 粗炼 | 25天 | 0.5 | |

资料来源: SMM、中泰证券研究所

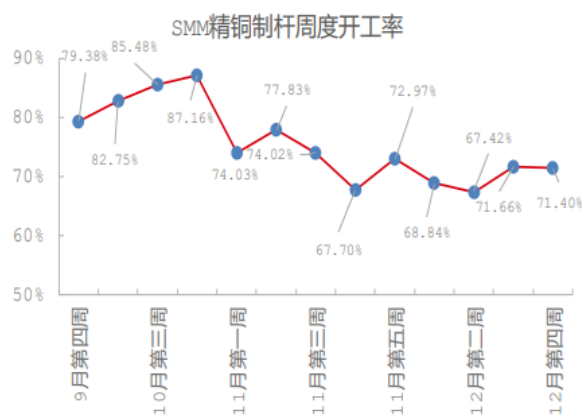
- 废铜: 下游消费平淡 再生铜原料价格不降反升。** 本周恰逢海外迎来圣诞节假期, 海外消息寥寥, 随着海外机构对美联储降息时间的提早预期, 美元指数进一步回落至 100 附近, 各类大宗商品价格均迎来上涨。而国内电解铜持续低库存, 叠加连续两月规模以上工业企业利润水平边际改善, 市场对于中国生产活动修复预期进一步增强, 上述因素助推铜价一路上涨, 截至周四(12月28日)电解铜 2401 合约最高价 698870 元。本周海外持货商报价系数 98.5%-99%, 对比上周 98.5%-99%, 保持不变。本周广东光亮铜收购均价 63250 元/吨, 环比上升 200 元/吨。再生铜原料价格跟涨情况下, 并不是由于下游需求旺盛, 再生铜杆厂表示, 23 年度最后一周, 下游企业关账情况下, 本周新增订单有限, 需求情况平淡, 而再生铜原料价格一路跟涨, 更多是人为炒作行为, 从每日再生铜原料采购情况来看, 目前市场再生铜原料供给并不紧缺。

图表 69: 精废价差 (不含税)



来源: SMM, 中泰证券研究所

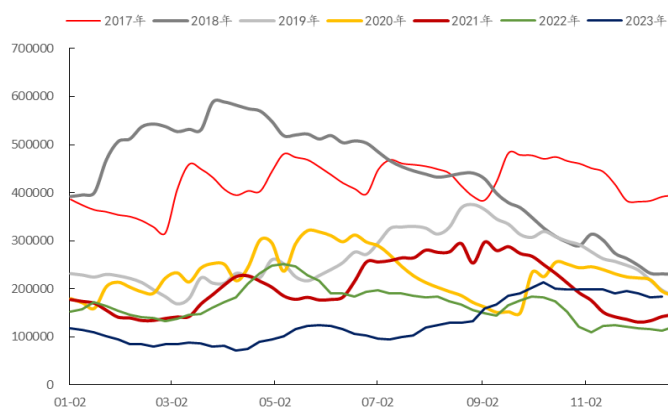
图表 70: 再生铜杆开工率情况



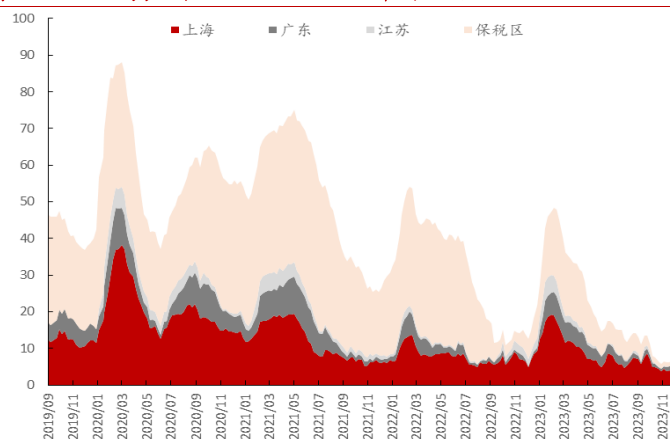
来源: SMM, 中泰证券研究所

- 库存变化: 社会库存方面,** 截至 12 月 29 日, 国内社会库存 6.64 万吨, 环比上升 0.98 万吨。本周五(12月29日)国内保税区铜库存环比(12

月 22 日)下降 0.21 万吨。其中上海保税库环比下降 0.17 万吨至 0.65 万吨; 广东保税环比减少 0.04 万吨至 0.16 万吨。年关将之, 前期沪铜现货盈利下部分已成交仓单需赶在元旦前交货, 造成国内保税区小幅去库。本周内虽沪铜现货窗口偶有打开, 但在年末氛围下市场交投较为清淡, 随着节后进口铜集中到港, 国内保税库存望转而小幅累库。**海外库存(期货)方面**, 截止 12 月 29 日, LME+COMEX 铜库存量 18.44 万吨, 环比 0.13 万吨。

图表 71: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)


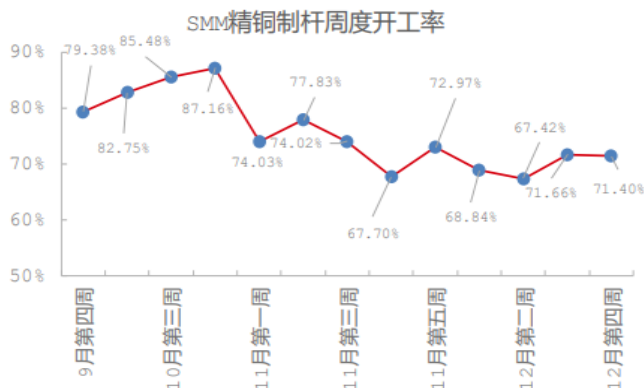
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 72: 上海广东及保税区社会库存变动 (万吨)


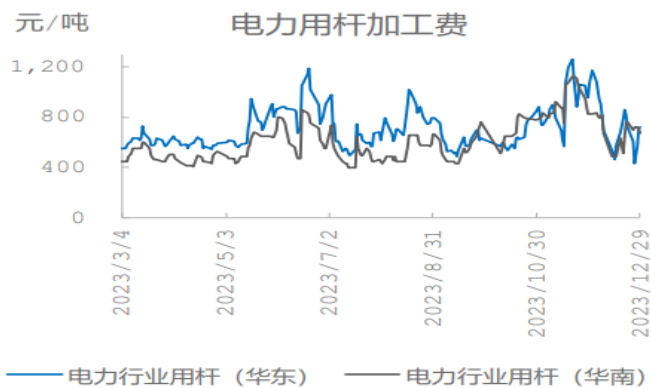
来源: SMM, 中泰证券研究所

- 年末下游需求疲软 铜消费持续走弱。** 电线电缆方面, 本周电线电缆行业订单有所减少, 行业开工率表现为下滑趋势。本周线缆企业开工率降低的原因有: 一、临近年底, 下游需求季节性减少以及不少企业关账, 导致企业新增订单减少; 二、本周铜价一直处于高位区间, 不少下游客户选择观望, 下单频率降低, 同时也有企业选择延期采购原料, 对不影响交货日期的订单选择尽量减产; 三、部分北方城市因受到环保影响, 被迫控制生产节奏。预计下周线缆行业订单量将略有好转, 行业开工率将略有回升, 近期因元旦前企业因关账而影响的订单将在 1 月份逐步释放。漆包线方面, 本周受铜价影响, 漆包线市场略有降温。具体来看, 因本周铜价不断走高, 下游客户多数选择观望铜价变化, 市场仅存刚需交易, 整体订单量有所减少。分行业来看, 仅听闻新能源汽车类订单和变压器类订单有良好表现, 且企业对此类订单较有信心, 其他行业表现不温不火。另外, 漆包线行业分化越发明显, 大型企业优势越来越突出, 中小型企业生存更显艰难。

图表 73: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)
图表 74: 铜电力用杆加工费



来源：SMM，中泰证券研究所



来源：SMM，中泰证券研究所

4.4 锌：美联储3月降息预期再度升温，内外盘整体重心上移

- 本周进入新的加工费谈判周期，1月国内加工费环比下降300元/金属吨至4200元/金属吨，进口加工费环比下降10美元/千吨至80美元/千吨。整体来看，北方地区加工费下调幅度相对比南方稍多，主要是北方季节性减产供应减少，南方地区因港口锌精矿价格稍显持稳，整体调整幅度不大。预计后续加工费下调幅度或放缓。

图表 75：国产及进口锌精矿加工费对比

国产-进口加工费周均价



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 76：国产锌精矿分地区加工费

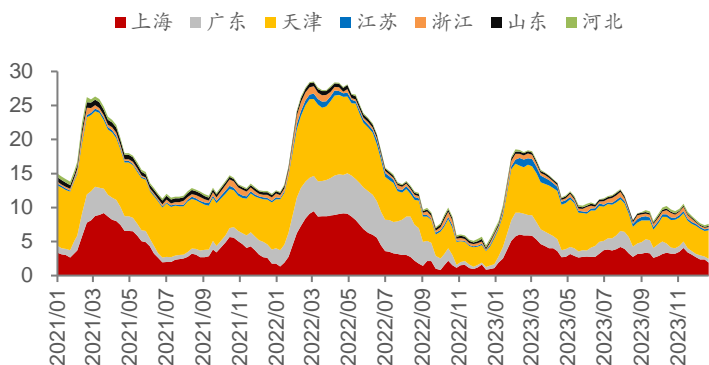
| | 2023/12/15 | 2023/12/22 | 2023/12/29 | 单位 |
|--------|------------|------------|------------|-------|
| 国产 (周) | 4400 | 4400 | 4200 | 元/金属吨 |
| 进口 (周) | 90.0 | 90.0 | 80.0 | 美元/千吨 |
| 内蒙古 | 4500 | 4500 | 4300 | 元/金属吨 |
| 云南 | 4350 | 4350 | 4200 | 元/金属吨 |
| 湖南 | 4400 | 4400 | 4300 | 元/金属吨 |
| 广西 | 4450 | 4450 | 4200 | 元/金属吨 |
| 陕西 | 4200 | 4200 | 4050 | 元/金属吨 |
| 四川 | 4400 | 4400 | 4100 | 元/金属吨 |
| 甘肃 | 4400 | 4400 | 4200 | 元/金属吨 |

来源：SMM，中泰证券研究所

- 本周沪伦比值于8.3附近弱势运行，进口窗口持续关闭。本周初由于圣诞节伦锌停盘运行，国内则多地环保限产再起，下游需求再度走弱，叠加供应端压力不减拖累沪锌上行走势。随着外盘回归，海外市场美联储明年3月降息乐观情绪不断发酵，伦锌走势偏强，整体来看沪伦比值较上周小幅下行。就基本面来看，后续环保解除国内需求改善下，沪伦比值或有所修复。
- 库存变化：据SMM调研，截至本周五（12月29日），SMM七地锌锭库存总量为7.58万吨，较12月22日增加0.15万吨，较12月25日增加0.22万吨，国内库存录增。其中上海地区库存下降，主因市场到货偏少，且下游提货补库，同时进口锌锭基本消化殆尽，库存下降明显；广东地区库存微增，主因冶炼厂到货正常，下游刚需提货，库存微增；天津地

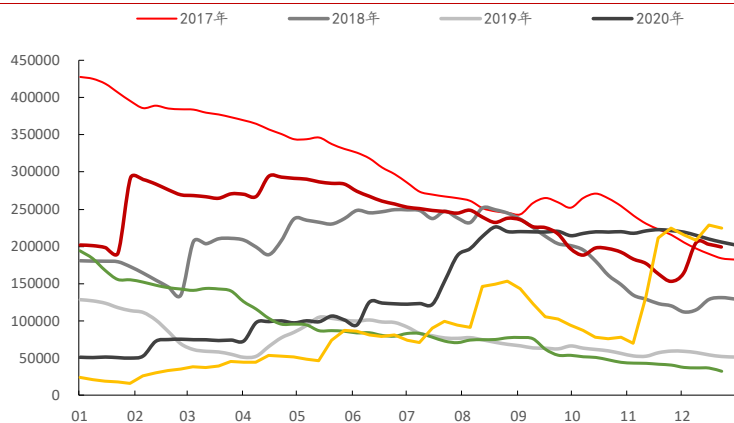
区一方面市场到货基本恢复正常，另外下游企业本周环保限产为主，整体采买较少，库存增加明显。另外山东地区白银到货恢复正常，库存增加。整体来看，原三地库存增加 0.22 万吨，七地库存增加 0.22 万吨。LME 方面，本周伦锌库存有所回落，截至 12 月 29 日，伦锌库存量 224,825 吨，较上周减少 4,375 吨。

图表 77: 国内锌七地库存 (万吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 78: LME 锌库存变动趋势 (吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

5. 投资建议: 维持“增持”评级

- 贵金属上行趋势加速，本周美国初请失业金人数超预期，降息预期升温，超额储蓄的消耗及高利率维持下，美国经济周期性回落难以避免，贵金属有望进入降息预期驱动的上涨阶段，重视板块内高成长及资源优势突出标的投资机会。
- 基本金属恰处布局良机，本周国内制造业 PMI 弱于预期，经济复苏动能仍有待进一步提升，同时美国降息预期进一步升温，美元走低支撑金属价格走高。基本金属供给瓶颈终将在弱复苏的带动下，迎来新一轮的景气周期，尤其是铜铝更是如此，我们坚定看好 2024 年大宗板块的投资表现。

6. 风险提示

- 宏观经济波动带来的风险
- 肺炎疫情的风险
- 黄金价格波动风险
- 产业政策不及预期的风险
- 下游消费不及预期的风险
- 新能源汽车销量不及预期的风险
- 钴锂原材料产能释放超预期带来的价格回落风险
- 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。