

行业评级：增持

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：刘耀齐

执业证书编号：S0740523080004

Email: liuyq@zts.com.cn

分析师：陈沁一

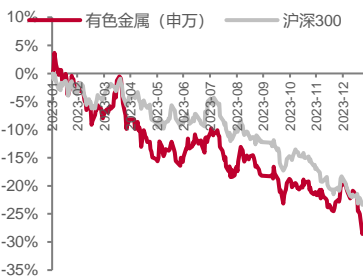
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	23,982.76
行业流通市值(亿元)	21,208.46

行业-市场走势对比



图表：周内商品价格变动

单位	本周五(1.26) 价格	周度涨跌幅
COMEX黄金 美元/盎司	2,017.30	-0.59%
SHFE黄金 元/克	478.72	-0.34%
COMEX白银 美元/盎司	22.87	0.71%
SHFE白银 元/千克	5,911	-0.03%
LME铜 美元/吨	8,529	1.78%
SHFE铜 元/吨	68,870	1.62%
LME铝 美元/吨	2,258	3.94%
SHFE铝 元/吨	19,055	2.12%
LME铅 美元/吨	2,163	2.61%
SHFE铅 元/吨	16,225	-0.83%
LME锌 美元/吨	2,588	4.65%
SHFE锌 元/吨	21,410	3.56%
LME锡 美元/吨	26,600	5.16%
SHFE锡 元/吨	221,700	3.49%
LME镍 美元/吨	16,555	3.21%
SHFE镍 元/吨	130,400	1.91%

来源：wind、中泰证券研究所

投资要点

■ **【本周关键词】：国内降准降息、美国 2023 年 Q4 GDP 超预期**

■ **投资建议：维持行业“增持”评级**

1) **贵金属上行趋势不变**：本周美国经济数据整体保持韧性，短期对金价 i 形成压力，但在超额储蓄持续消耗及高利率维持下，美国经济周期性回落难以避免，贵金属将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。

2) **基本金属恰处布局良机**：国内进一步释放降准降息的宏观利好，大宗金属价格整体上行。大宗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：大宗价格整体回升**：1) 周内，LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为 1.8%、3.9%、2.6%、4.7%、5.2%、3.2%，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为 1.6%、2.1%、-0.8%、3.6%、3.5%、1.9%；2) COMEX 黄金收于 2017.30 美元/盎司，环比下跌 0.59%，SHFE 黄金收于 478.72 元/克，环比下跌 0.34%；3) **本周有色行业指数跑输市场**，申万有色金属指数收于 3,941.99 点，环比上涨 0.71%，跑输上证综指 2.04 个百分点，工业金属、小金属、贵金属、金属新材料、能源金属的涨跌幅分别为 3.15%、1.42%、0.75%、-3.05%、-3.79%。

■ **宏观“三因素”总结——筑底回升的前半段：国内经济复苏动能仍有待提升；美国经济保持韧性；欧元区制造业 PMI 初值有所回升**。具体来看：

1) **国内逆周期正常进一步发力**：周内央行调降存款准备金率 0.5 个百分点，下调支农支小再贷款、再贴现利率 25bp；12 月工业企业利润累计同比-2.3%（前值-4.4%）。

2) **美国经济保持韧性**：2023 年第四季度 GDP（初值）环比折年率 3.3%（前值 4.9%，预期 1.8%）；12 月核心 PCE 物价指数同比 2.93%（前值 3.15%），12 月个人消费支出 190,017.4 亿美元（前值 188,678.3 亿美元）；2024 年 1 月 Markit 制造业 PMI 50.3（前值 47.9），服务业 PMI 商务活动 52.9（前值 51.4）。

3) **欧元区 1 月制造业 PMI 回升**：1 月制造业 PMI 46.6（前值 44.4，预期 44.8），服务业 PMI 48.4（前值 48.8，预期 49.0），综合 PMI 47.9（前值 47.6，预期 48.2）。

4) **12 月全球制造业景气度走低**：12 月全球制造业 PMI 为 49.0，环比下降 0.3，连续 16 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：美国经济保持韧性，金价震荡回落**

周内，十年期美债实际收益率 1.85%，环比+0.04pcts，实际收益率模型计算的残差为 1147.3 美元/盎司，环比-0.3 美元/盎司；美国公布的 1 月 Markit PMI 数据依旧强劲且高于预期，且 2023 年 Q4 的 GDP 初值环比折年率高于预期，市场调整对美联储今年降息时间及幅度，叠加 1 月 PCE 物价指数进一步回落，消费支出尚有韧性，市场对美联储 3 月降息的预期进一步回落，金价震荡下行。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标的投资机会。

■ **大宗金属：国内释放宏观利好，价格整体上行**

周内，美国 23 年 Q4 GDP 及 1 月 Markit PMI 超预期，市场对美联储降息的预期时间和幅度有所减弱；欧洲方面，欧央行对于降息预期偏谨慎；国内“降准+定向降息”政策下，市场情绪升温，基本金属价格整体有所回升。

1、**对于电解铝，海内外共振铝价回升**。

供应方面，本周电解铝行业并未有增减产行为，行业开工持稳。截至目前，电解铝行业开工产能 4207.80 万吨。**库存方面**，本周新疆地区因地震和运力不足，铝锭发运受到一定影响，整体到货未见明显增量，国内铝锭去库已延续近两周。**需求方面**，周内国内下游加工企业整体表现弱势，其中河南地区环保管控再度趋

严，小型板带厂停产及放假的情况频出。建筑型材开工走弱为主，北方部分中小型材企业已经进入年底收尾环节，生产及备货均呈现下降的情况。成本方面，目前电解铝 90 分位成本 17810 元/吨。

1) 氧化铝价格 3356 元/吨，环比上升 1.21%，氧化铝成本 2953 元/吨，环比上升 0.33%，吨毛利 403 元/吨，环比上升 30 元/吨。

2) 预焙阳极方面，本周周内均价 4538/吨，环比持平；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4371 元/吨，环比下降 0.16%，周内平均吨毛利 166 元/吨，环比上升 16.93%；如果不虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4465 元/吨，环比上升 1.98%，周内平均吨毛利 72 元/吨，环比下降 51.57%。

3) 对于除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 16602 元/吨，环比上升 0.13%，长江现货铝价 19130 元/吨，环比上升 1.70%，吨铝盈利 1678 元，环比上升 13.35%。

总结来看，周内由于市场预期欧盟或将对俄罗斯铝产品实施制裁及禁运，市场动荡情绪加剧，再加上国内央行降准提振国内市场情绪，铝价大幅反弹。短期来看，基本面低库存且供需矛盾不突出的情况下，节前铝价或围绕宏观情绪波动。

2、对于电解铜，国内宏观利好释放，铜价重回高位。

供给方面，矿端 TC 持续下跌，硫酸价格亦在走落，冶炼厂利润收敛。CSPT 小组召开临时线上会议，呼吁联合减产，以缓解铜精矿现货加工费不断下跌的困境。

需求方面，自进入 1 月后淡季氛围逐渐浓厚，对企业订单及生产影响明显；企业表示随着春节的临近，外地工人正陆续放假回家。另外，周尾时铜价重心走高，对下游下单明显产生抑制效果，下单量明显减少。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 库存环比下降 0.34 万吨。

总结来看，周内铜价缓步回升后跳空高开，主因人民银行降准降息，市场情绪升温。目前铜价基本面消费给予支撑不足，需关注后续回落程度。

3、对于锌，库存去化叠加宏观利好，内外盘价格重心上行。

周内，美国 23 年 Q4 GDP 及 1 月 Markit PMI 超预期，但前美联储官员发言转鸽，叠加 LME 锌库存连续去库；伦锌有所上涨，国内方面，宏观利好不断释放，且周内锌锭进口窗口持续关闭，供应端紧缺给予沪锌较强托底支撑。供给方面，百川统计本周国内锌产量 11.40 万吨，环比降 3.31%；需求方面，临近年底，下游企业进入年假阶段，整体开工弱势运行。库存方面，七地锌锭库存 7.86 万吨，较上周累库 0.77 万吨。

4、对于铁矿石及钢铁，宏观预期叠加成本推动，钢价偏强。

供应方面，随着前期检修停产陆续结束，后期产量有回升预期。需求方面，受季节性因素影响，淡季消费特征进一步体现，螺纹总库累库较为明显。热卷社库本周虽有一定累库，但幅度并不大，且需求回升明显，整体消费仍有韧性。综合来看，钢材需求继续因季节性转弱影响不大，供需矛盾若不能足够累积，难以形成实质性利空，价格的主要驱动仍然在于宏观以及成本端，而铁水见底后复产预期较强。原料端需求回暖再次带来成本支撑，央行降准提振市场信心，在成本端以及宏观的带动下钢材价格将会走强。

- **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：美国经济数据保持韧性，金价震荡回落.....	- 8 -
1.3 大宗金属：国内释放宏观利好，价格整体上行.....	- 8 -
2.宏观“三因素”运行态势跟踪.....	- 9 -
2.1 中国因素：经济复苏动能仍有待进一步提升.....	- 9 -
2.2 美国因素：经济数据保持韧性.....	- 11 -
2.3 欧洲因素：欧元区1月制造业PMI初值有所回升.....	- 12 -
3.贵金属：大周期上行趋势不变.....	- 12 -
3.1 上行趋势不变.....	- 12 -
3.2 黄金ETF持仓环比减少，COMEX净多头结构延续.....	- 14 -
3.3 光伏产业链步入景气周期，白银有望开启黄金时代.....	- 14 -
4.大宗金属：国内稳增长和海外流动性收缩之间的赛跑.....	- 17 -
4.1 大宗金属：国内经济逐步见底，海外流动性紧缩进入尾声.....	- 17 -
4.2 铝：海内外共振铝价回升.....	- 18 -
4.3 铜：国内宏观利好释放铜价重回高位.....	- 24 -
4.4 锌：内外盘价格重心上行.....	- 27 -
4.5 钢铁：宏观预期叠加成本推动，钢价偏强.....	- 28 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 31 -
6.风险提示.....	- 32 -

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.....	- 8 -
图表 8: 国内 1 年期与 5 年期 LPR (%)	- 9 -
图表 9: 国内工业企业利润累计值及累计同比.....	- 9 -
图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆)	- 10 -
图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	- 10 -
图表 12: 国内石油沥青装置开工率 (%)	- 10 -
图表 13: 国内高炉开工率 (%)	- 10 -
图表 14: 美国:Markit 制造业 PMI:季调.....	- 10 -
图表 15: 国内出口金额当月同比 (%)	- 10 -
图表 16: 美国 GDP 不变价同比及环比 (%)	- 11 -
图表 17: 美国核心 PCE 当月同比 (%)	- 11 -
图表 18: 美国失业率季调 (%)	- 11 -
图表 19: 美国当周初请失业金人数季调 (万人)	- 11 -
图表 20: 美联储利率政策市场预期.....	- 12 -
图表 21: 美元指数走势图.....	- 12 -
图表 22: 欧元区制造业与服务业 PMI	- 12 -
图表 23: 欧元区 ZEW 经济景气指数与通胀指数.....	- 12 -
图表 24: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司)	- 13 -
图表 25: 十年期美债收益率与联邦基金利率 (%)	- 13 -
图表 26: 通胀预期与真实收益率 (%)	- 13 -
图表 27: 金价与十年期美国国债收益率.....	- 13 -
图表 28: 美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系.....	- 13 -
图表 29: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)	- 14 -
图表 30: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)	- 14 -
图表 31: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低.....	- 15 -
图表 32: 平价上网成为现实 (元/度)	- 15 -
图表 33: 光伏发电渗透率有望快速提升 (吨)	- 15 -

图表 34: 白银供需平衡表预测 (吨)	- 16 -
图表 35: 光伏产业白银需求预测	- 16 -
图表 36: 金银比 (伦敦现货)	- 16 -
图表 37: 金银比修复行情历史复盘	- 17 -
图表 38: 国内社融数据有望筑底回升 (%)	- 17 -
图表 39: 稳增长文件持续出台	- 17 -
图表 40: 美国通胀韧性仍存 (%)	- 18 -
图表 41: 美联储加息已至尾声	- 18 -
图表 42: 美债利率与耐用品消费周期显著负相关	- 18 -
图表 43: 美国制造商、批发商库存同比	- 18 -
图表 44: 电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨)	- 18 -
图表 45: 电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况 (单位: 万吨)	- 19 -
图表 46: 国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨)	- 19 -
图表 47: 电解铝周度产量 (万吨)	- 20 -
图表 48: 国内电解铝周度需求 (万吨)	- 20 -
图表 49: 铝型材开工率 (%)	- 20 -
图表 50: 铝线缆开工率 (%)	- 20 -
图表 51: 铝板带开工率 (万吨)	- 20 -
图表 52: 铝箔开工率 (%)	- 20 -
图表 53: 国内电解铝社会库存走势 (万吨)	- 21 -
图表 54: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)	- 21 -
图表 55: 国内电解铝年度社会库存走势对比 (万吨)	- 21 -
图表 56: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	- 21 -
图表 57: LME 铝期货库存变动 (万吨)	- 21 -
图表 58: LME 铝期货库存年度对比 (万吨)	- 21 -
图表 59: 电解铝的完全成本构成	- 22 -
图表 60: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)	- 22 -
图表 61: 氧化铝生产成本构成	- 22 -
图表 62: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)	- 22 -
图表 63: 预焙阳极生产成本构成	- 22 -
图表 64: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)	- 22 -
图表 65: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)	- 22 -
图表 66: 石油焦价格 (元/吨)	- 23 -
图表 67: 国内石油焦月度产量 (万吨)	- 23 -
图表 68: 国内未煨烧石油焦进口数量 (万吨)	- 23 -

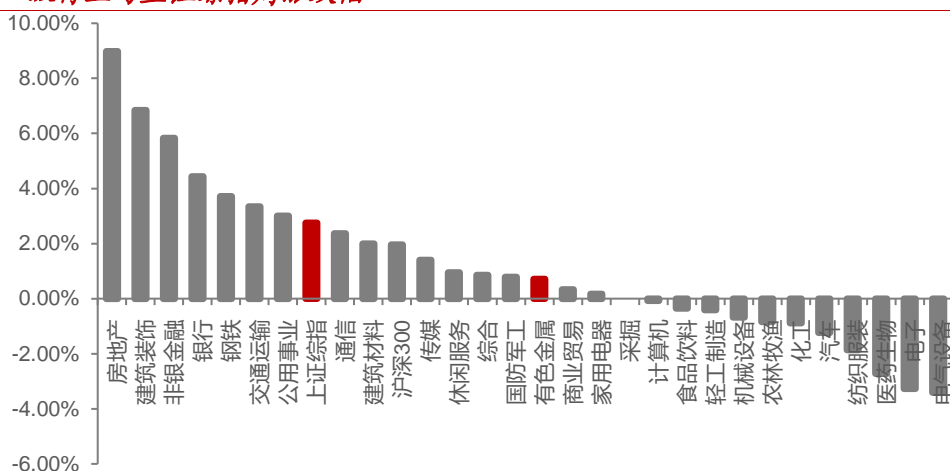
图表 69: 石油焦库存 (万吨)	- 24 -
图表 70: 国内石油焦开工率 (%)	- 24 -
图表 71: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)	- 24 -
图表 72: 铜矿 TC/RC	- 25 -
图表 73: 电解铜周度产量 (万吨)	- 25 -
图表 74: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	- 25 -
图表 75: 精废价差 (不含税)	- 26 -
图表 76: 再生铜杆开工率情况	- 26 -
图表 77: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	- 27 -
图表 78: 上海广东及保税区社会库存变动 (万吨)	- 27 -
图表 79: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	- 27 -
图表 80: 铜电力用杆加工费	- 27 -
图表 81: 国产及进口锌精矿加工费对比	- 27 -
图表 82: 国产锌精矿分地区加工费	- 27 -
图表 83: 国内锌七地库存 (万吨)	- 28 -
图表 84: LME 锌库存变动趋势 (吨)	- 28 -
图表 85: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨)	- 29 -
图表 86: 本周库存波动对比 (万吨)	- 29 -
图表 87: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)	- 29 -
图表 88: 五大品种周度产量合计 (万吨)	- 29 -
图表 89: 历年五大品种社库波动 (万吨)	- 30 -
图表 90: 历年五大品种厂库波动 (万吨)	- 30 -
图表 91: 五大品种总表观消费量 (万吨)	- 30 -
图表 92: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)	- 30 -
图表 93: 钢铁主要生产要素价格一览	- 30 -
图表 94: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 31 -
图表 95: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 31 -
图表 96: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)	- 31 -
图表 97: 中厚板毛利变化 (元/吨)	- 31 -

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↑0.65%，纳斯达克↑0.94%，标普↑1.06%）。
- 本周 A 股整体回升：上证指数收于 2,910.22 点，环比上涨 2.75%；深证成指收于 8,762.33 点，环比下跌 0.28%；沪深 300 收于 3,333.82 点，环比上涨 1.96%；申万有色金属指数收于 3,941.99 点，环比上涨 0.71%，跑输上证综指 2.04 个百分点。

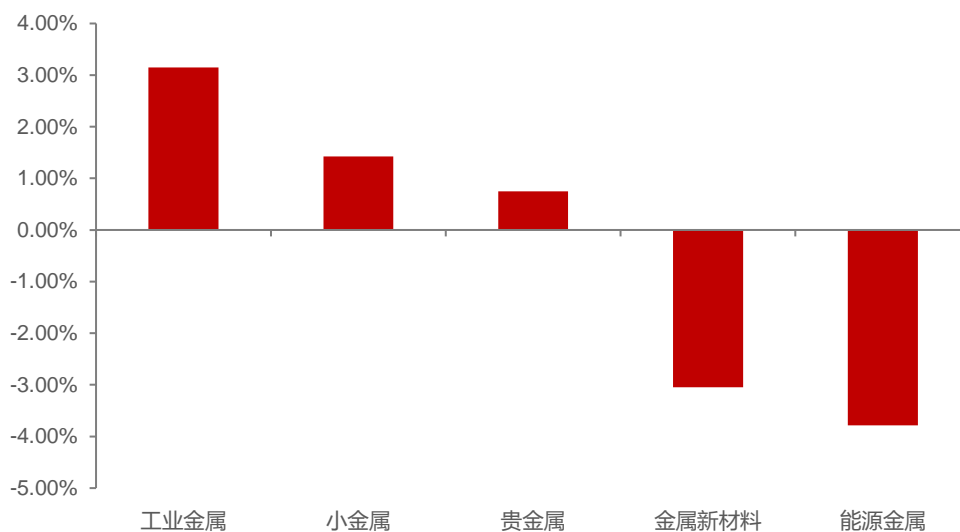
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，工业金属、小金属、贵金属、金属新材料、能源金属的涨跌幅分别为 3.15%、1.42%、0.75%、-3.05%、-3.79%。

图表 2：周内子板块涨跌幅表现



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3: 周内有色金属领涨个股

证券代码	证券名称	2024.01.26 收盘价	2024.01.19 收盘价	周涨跌幅
000688.SZ	国城矿业	10.19	9.18	11.0%
002155.SZ	湖南黄金	11.69	10.73	8.9%
601600.SH	中国铝业	5.73	5.26	8.9%
000657.SZ	中钨高新	8.57	7.93	8.1%
000933.SZ	神火股份	17.16	15.89	8.0%
600961.SH	株冶集团	8.96	8.34	7.4%
000758.SZ	中色股份	4.45	4.15	7.2%
603993.SH	洛阳钼业	5.50	5.19	6.0%
000807.SZ	云铝股份	11.22	10.61	5.7%
603979.SH	金诚信	39.12	37.10	5.4%

来源: wind, 中泰证券研究所

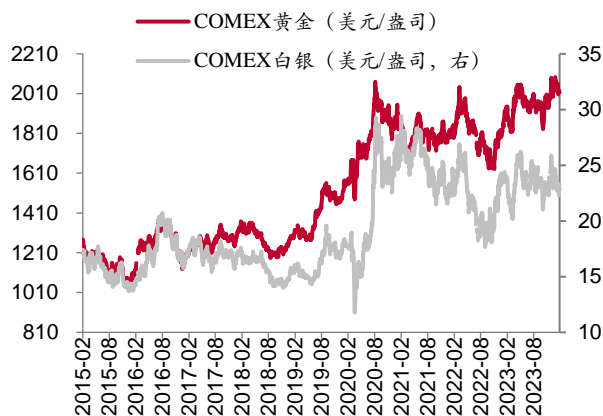
图表 4: 周内有色金属领跌个股

证券代码	证券名称	2024.01.26 收盘价	2024.01.19 收盘价	周涨跌幅
002824.SZ	和胜股份	16.00	17.36	-7.8%
601137.SH	博威合金	14.17	15.35	-7.7%
603115.SH	海星股份	12.29	13.30	-7.6%
300748.SZ	金力永磁	15.87	17.12	-7.3%
300390.SZ	天华超净	22.82	24.57	-7.1%
603399.SH	吉翔股份	8.18	8.75	-6.5%
603876.SH	鼎胜新材	10.11	10.76	-6.0%
002497.SZ	雅化集团	11.68	12.42	-6.0%
000762.SZ	西藏矿业	25.34	26.84	-5.6%
600988.SH	赤峰黄金	12.37	13.08	-5.4%

来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 美国经济数据保持韧性, 金价震荡回落

- 周内, 美国公布的 1 月 Markit PMI 数据依旧强劲且高于预期, 且 2023 年 Q4 的 GDP 初值环比折年率高于预期, 金价震荡下行。截至 1 月 26 日, COMEX 黄金收 2017.30 美元/盎司, 环比下跌 0.59%; COMEX 白银收 22.87 美元/盎司, 环比上涨 0.71%; SHFE 黄金收 478.72 元/克, 环比下跌 0.34%; SHFE 白银收 5911 元/千克, 环比下跌 0.03%。

图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

1.3 大宗金属: 国内释放宏观利好, 价格整体上行

- 周内, 美国 23 年 Q4 GDP 及 1 月 Markit PMI 超预期; 欧洲方面, 欧央行对于降息预期偏谨慎; 国内“降准+定向降息”政策下, 市场情绪升温, 基本金属价格整体有所回升。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为 1.8%、3.9%、2.6%、4.7%、5.2%、3.2%, 价格整体回升。

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	8529	6082	1.8%	-12.6%	40.2%	83.8%
	SHFE	68870	48020	1.6%	-2.1%	43.4%	
铝	LME	2258	1794	3.9%	-19.7%	25.9%	74.7%
	SHFE	19055	14100	2.1%	-6.5%	35.1%	
铅	LME	2163	1988	2.6%	-5.6%	8.8%	63.3%
	SHFE	16225	14850	-0.8%	6.0%	9.3%	
锌	LME	2588	2373	4.7%	-26.8%	9.1%	82.1%
	SHFE	21410	18160	3.6%	-11.3%	17.9%	
锡	LME	26600	17200	5.2%	-31.8%	54.7%	95.2%
	SHFE	221700	137340	3.5%	-25.1%	61.4%	
镍	LME	16555	13375	3.2%	-20.0%	23.8%	55.2%
	SHFE	130400	105850	1.9%	-14.3%	23.2%	

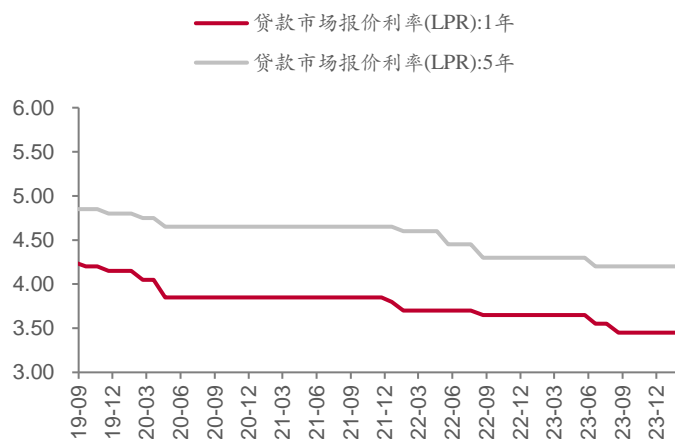
来源: wind, 中泰证券研究所, 注: LME 金属单位为美元/吨, SHFE 金属单位为元/吨。

2.宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素: 经济复苏动能仍有待进一步提升

- 国内 12 月工业企业利润累计同比有所回升。本周披露国内 12 月工业企业利润累计同比为-2.3% (前值-4.4%); 12 月服务贸易差额当月值为-252.80 亿美元 (前值-183.76 亿美元); 国内 1 年期贷款市场报价利率为 3.45% (前值 3.45%), 5 年期贷款市场报价利率为 4.20% (前值 4.20%)。

图表 8: 国内 1 年期与 5 年期 LPR (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

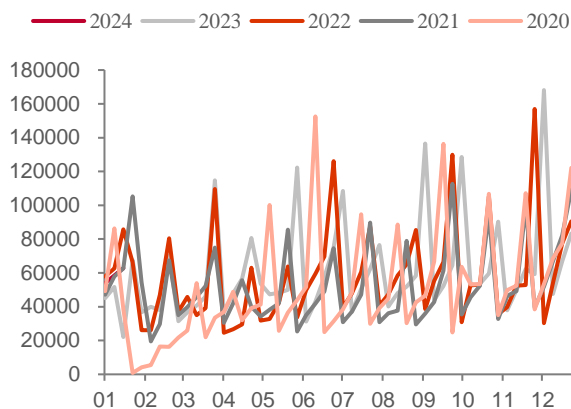
图表 9: 国内工业企业利润累计值及累计同比



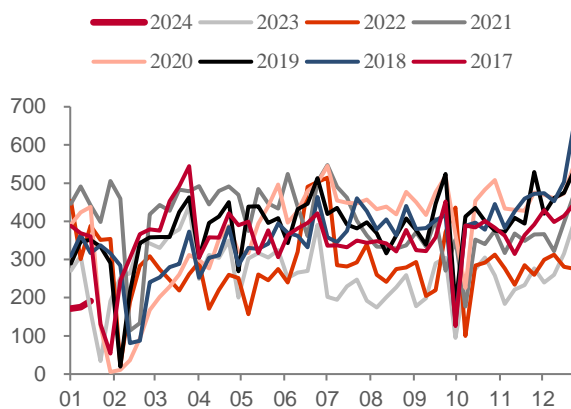
来源: Wind, 中泰证券研究所

国内高频数据跟踪: 耐用品消费回升、地产有所改善

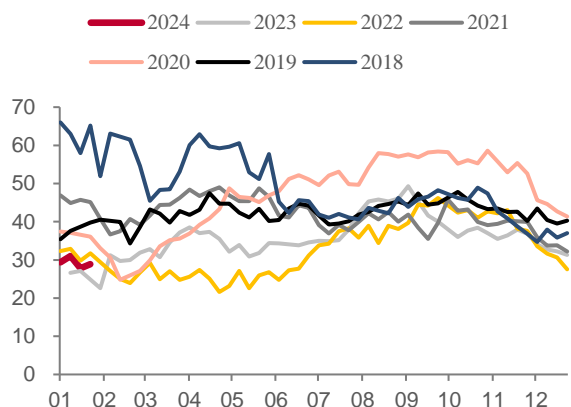
消费端: 汽车消费略有改善, 本周乘用车日均销量 62827 辆, 环比+7.37%; 投资端: 地产数据有所改善, 本周国内 30 大中城市商品房成交面积 191.22 万平方米, 环比+8.93%; 生产端: 石油沥青开工率为 28.90%, 环比+1.10pcts, 高炉开工率为 76.84%, 环比+0.59pcts, 但和往年同期相比处于偏低水平; 出口端: 美国 1 月 Markit 制造业 PMI 为 50.3, 环比+2.4, 12 月国内出口金额当月同比 2.3% (前值 0.5%, 预期 2.13%), 出口景气度略有改善。

图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆)


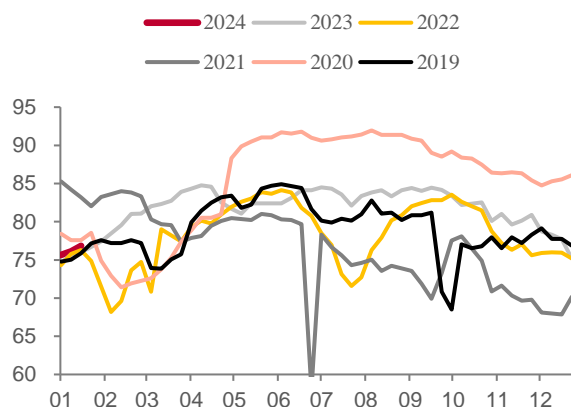
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 国内石油沥青装置开工率 (%)


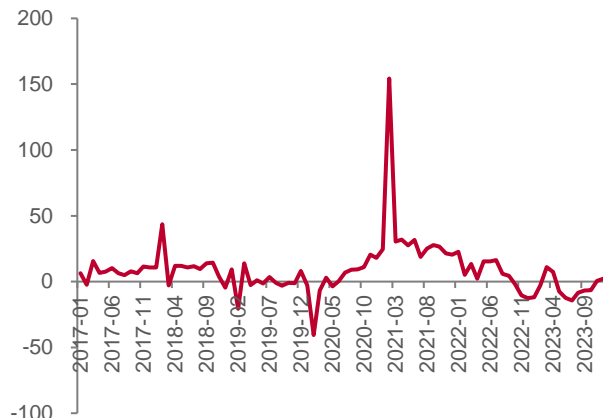
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 国内高炉开工率 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 美国:Markit 制造业 PMI:季调


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 15: 国内出口金额当月同比 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2 美国因素：经济数据保持韧性

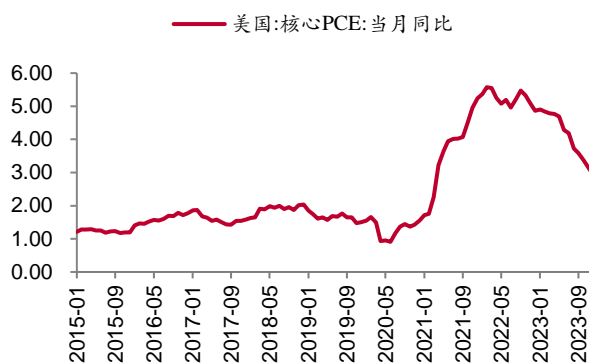
- 美国 2023 年第四季度 GDP 超预期。** 本周披露美国 2023 年第四季度 GDP（初值）环比折年率为 3.3%（前值 4.9%，预期 1.8%）；12 月核心 PCE 物价指数同比为 2.93%（前值 3.15%），12 月个人消费支出季调为 190,017.4 亿美元（前值 188,678.3 亿美元）；2024 年 1 月 Markit 制造业 PMI 季调为 50.3（前值 47.9），服务业 PMI 商务活动季调为 52.9（前值 51.4）。

图表 16: 美国 GDP 不变价同比及环比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

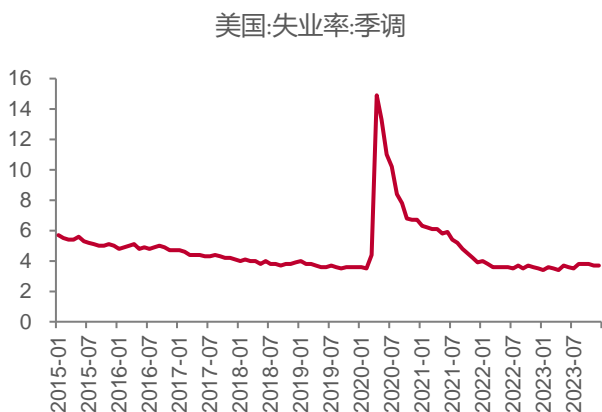
图表 17: 美国核心 PCE 当月同比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 美国当周初请失业金人数有所回升。** 本周披露美国当周初请失业金人数季调为 21.4 万人（前值 18.9 万人）。

图表 18: 美国失业率季调 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 美国当周初请失业金人数季调 (万人)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 美联储公布 12 月 FOMC 会议纪要。** 美联储会议纪要显示，美联储官员在去年 12 月的会议上一致认为，始于 2022 年的加息周期可能已经结束。美联储官员认为，通胀有所放缓，尤其是六个月年化通胀率，而且有迹象显示供应链正在恢复正常，而且随着更多的人加入劳动力市场，劳动力市场开始放松；将利率提高到 5% 以上抑制了消费者需求，从而使通胀有所缓和。纪要显示美联储官员没有讨论何时开始降息。美联储点阵图显示该行计划在 2024 年降息 3 次，目前市场预期美联储降息 5 次。

图表 20: 美联储利率政策市场预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	96.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	46.2%	52.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	36.0%	50.9%	11.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	34.6%	50.3%	13.5%	0.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	30.2%	48.3%	18.4%	2.2%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.8%	27.3%	46.5%	21.3%	3.8%	0.3%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.5%	16.1%	38.4%	32.0%	11.2%	1.8%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.4%	13.0%	34.0%	33.2%	15.3%	3.6%	0.4%	0.0%	0.0%

来源: CME, 中泰证券研究所, 注: 截至 2024 年 01 月 27 日

图表 21: 美元指数走势图



来源: Wind, 中泰证券研究所

2.3 欧洲因素: 欧元区 1 月制造业 PMI 初值有所回升

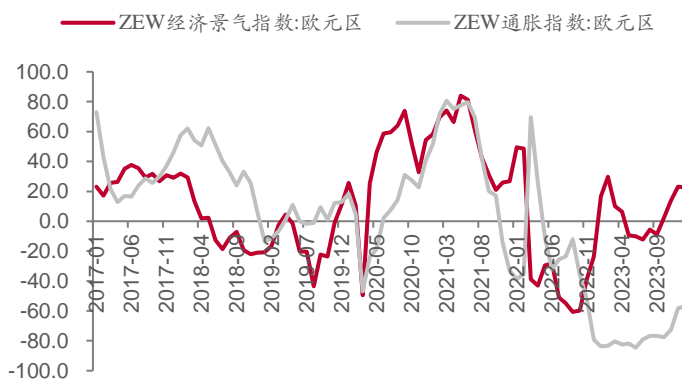
- 欧元区 1 月制造业 PMI 初值有所回升。本周披露欧元区 1 月制造业 PMI 初值为 46.6 (前值 44.4, 预期 44.8), 服务业 PMI 初值为 48.4 (前值 48.8, 预期 49.0), 综合 PMI 初值为 47.9 (前值 47.6, 预期 48.2)。

图表 22: 欧元区制造业与服务 PMI



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 欧元区 ZEW 经济景气指数与通胀指数



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 24: 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 1 月 26 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 2.30%, 10 年期国债实际收益率环比回升至 1.85%; 截至 1 月 26 日, COMEX 黄金收于 2017.30 美元/盎司, 环比下跌 0.59%; COMEX 白银收于 22.87 美元/盎司, 环比上涨 0.71%; SHFE 黄金收于 478.72 元/克, 环比下跌 0.34%; SHFE 白银收于 5911 元/千克, 环比下跌 0.03%。

图表 25: 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

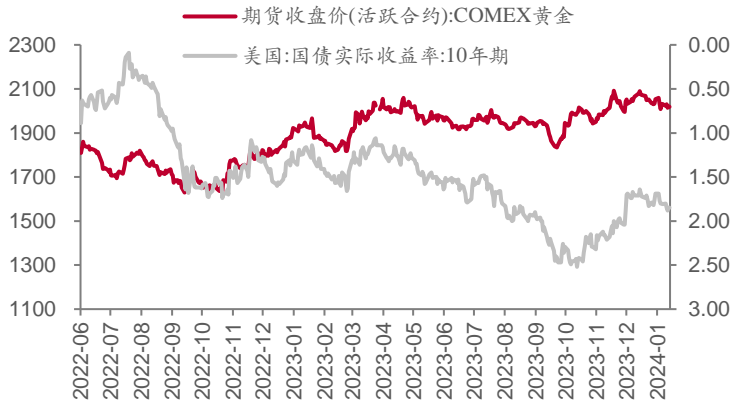
图表 26: 通胀预期与真实收益率 (%)



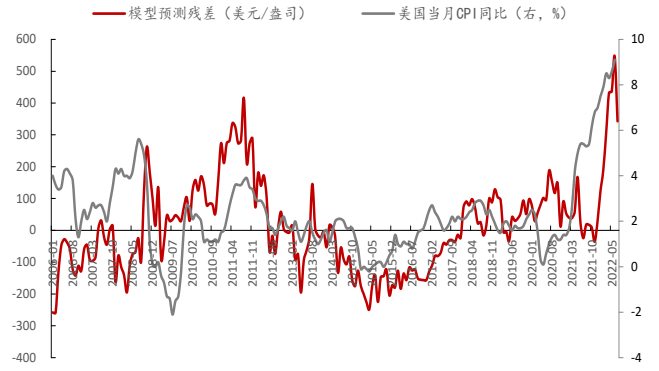
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 金价与十年期美国国债收益率

图表 28: 美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系



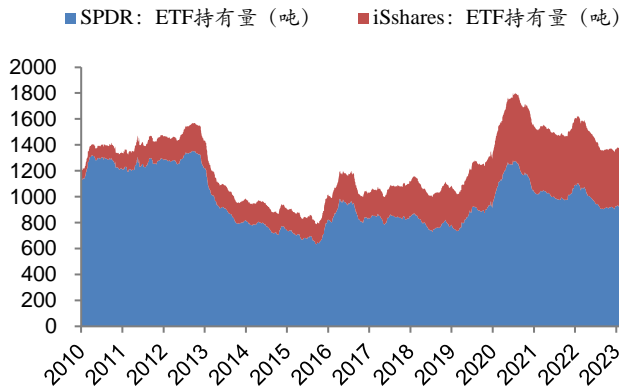
来源: Wind, 中泰证券研究所



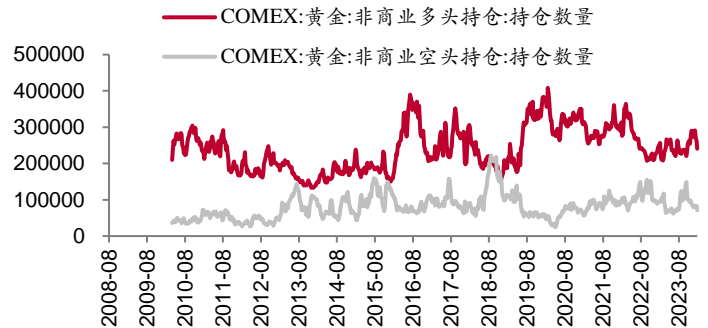
来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 净多头结构延续

- **黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 净多头结构延续。**截至 1 月 26 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,251.21 吨, 环比减少 3.78 吨。截至 1 月 23 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回落至 24.11 万张附近 (前值 26.24 万张), 同时非商业空头持仓回落至 7.16 万张附近 (前值 8.25 万张附近), 净多头持仓量回落至 16.95 万张 (前值 17.99 万张)。

图表 29: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 30: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)


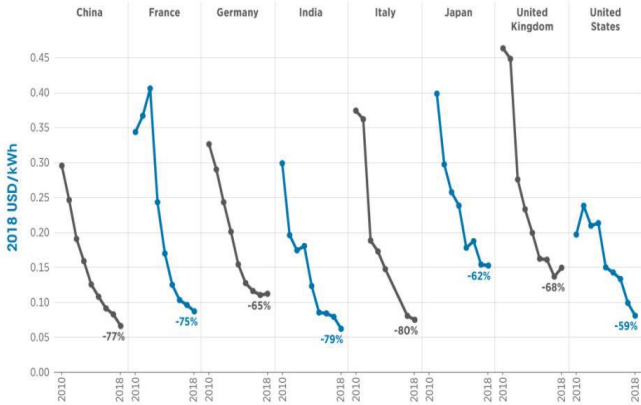
来源: Wind, 中泰证券研究所

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

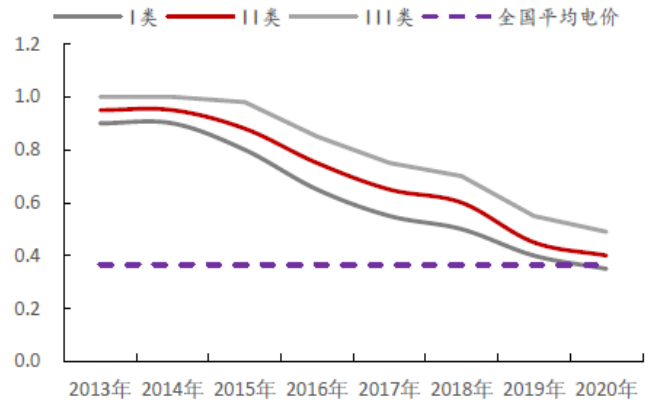
降低效果明显，表现为硅料、非硅成本持续降低，电池效率不断提升，以国内为例，2018年单位光伏发电量对应的成本相比2010年降低77%，度电成本已靠近国内火电的平均发电成本，平价上网在部分地区已接近现实，光伏电池目前已经成为可再生能源领域的主要选择，截至2019年底，全球累计装机容量超过600GW，其中去年新增116GW创纪录，2011-2019年全球光伏安装量年均复合增速达18.29%，但目前光伏发电的渗透率仍然较低，2019年全球光伏发电量占比仅2.7%，国内占比3%，随着平价时代到来以及光伏发电成本的进一步降低，光伏发电的渗透率也将进一步提升，未来具备广阔成长空间。

图表 31: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低



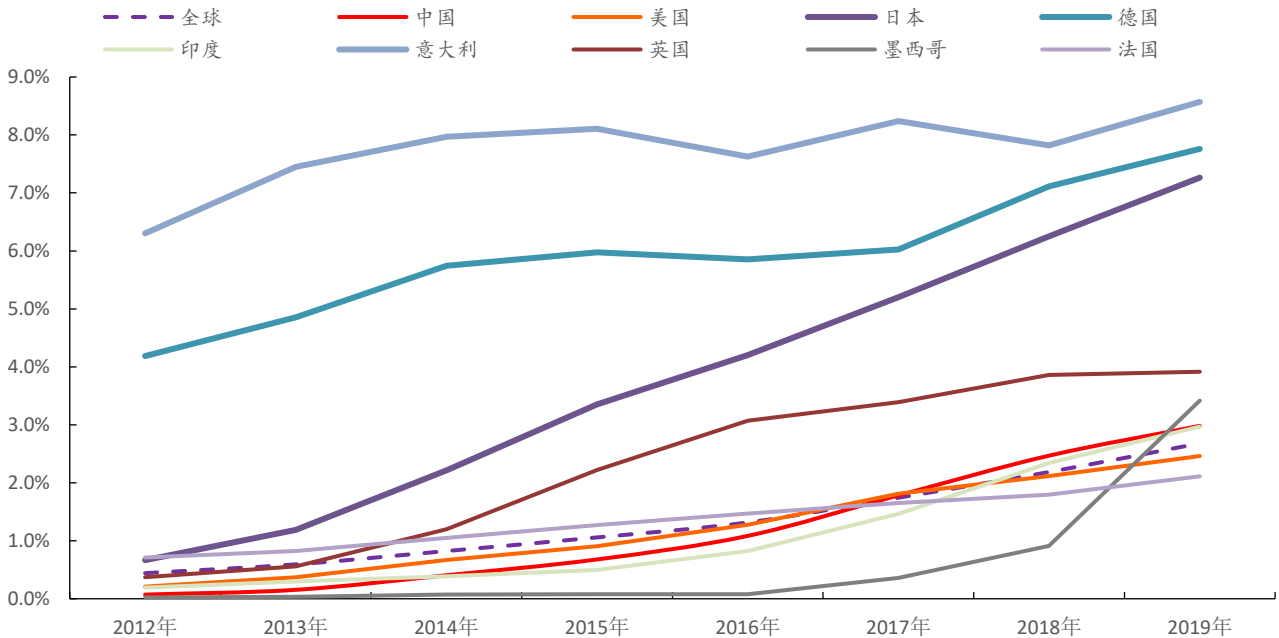
来源: IRENA, 中泰证券研究所

图表 32: 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 33: 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 34: 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 35: 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 1 月 26 日，当前金银比 88.08，环比回落 0.89。

图表 36: 金银比 (伦敦现货)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 37: 金银比修复行情历史复盘

起始日期	结束日期	修复时间(天数)	金银比变化	白银涨幅	黄金涨幅
2003/6/5	2006/5/30	1090	81.94→50.07, 变化 38.89%	190%	77%
2008/10/10	2011/4/28	930	84.39→31.71, 变化 55.31%	381%	81%
2016/2/29	2016/7/14	136	83.20→65.79, 变化 20.93%	36%	8%

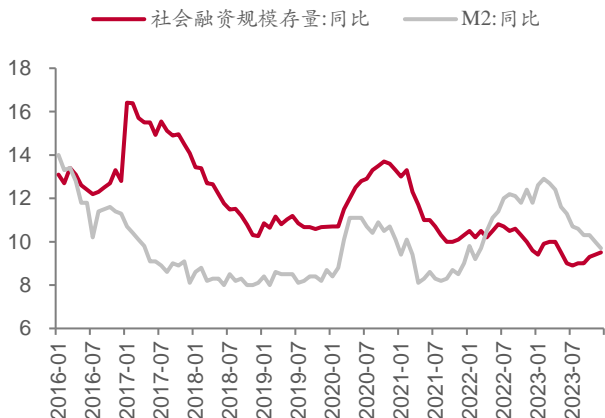
资料来源: Wind、中泰证券研究所

4.大宗金属: 国内稳增长和海外流动性收缩之间的赛跑

4.1 大宗金属: 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 38: 国内社融数据有望筑底回升 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

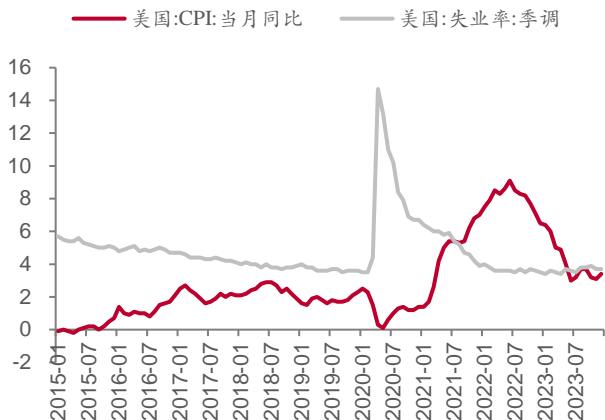
图表 39: 稳增长文件持续出台

日期	会议名称/文件名称	主要内容
2023/4/21	中央政治局会议	会议强调, 要着力扩大国内需求, 着力扩大有效益、有质量的消费支出, 积极扩大服务消费, 适当增加公共消费, 鼓励消费信贷, 发展消费金融, 增强消费能力和意愿, 促进消费和供给良性循环。
2023/6/23	全国稳住经济大盘工作会议	会议提出, 要着力扩大国内需求, 着力扩大有效益、有质量的消费支出, 积极扩大服务消费, 适当增加公共消费, 鼓励消费信贷, 发展消费金融, 增强消费能力和意愿, 促进消费和供给良性循环。
2023/9/25	中央政治局会议	会议提出, 要着力扩大国内需求, 着力扩大有效益、有质量的消费支出, 积极扩大服务消费, 适当增加公共消费, 鼓励消费信贷, 发展消费金融, 增强消费能力和意愿, 促进消费和供给良性循环。
2023/11/8	中央政治局会议	会议提出, 要着力扩大国内需求, 着力扩大有效益、有质量的消费支出, 积极扩大服务消费, 适当增加公共消费, 鼓励消费信贷, 发展消费金融, 增强消费能力和意愿, 促进消费和供给良性循环。
2023/12/15	中央政治局会议	会议提出, 要着力扩大国内需求, 着力扩大有效益、有质量的消费支出, 积极扩大服务消费, 适当增加公共消费, 鼓励消费信贷, 发展消费金融, 增强消费能力和意愿, 促进消费和供给良性循环。
2023/12/12	中央经济工作会议	会议提出, 要着力扩大国内需求, 着力扩大有效益、有质量的消费支出, 积极扩大服务消费, 适当增加公共消费, 鼓励消费信贷, 发展消费金融, 增强消费能力和意愿, 促进消费和供给良性循环。

来源: Wind, 各政府部门官网、中泰证券研究所

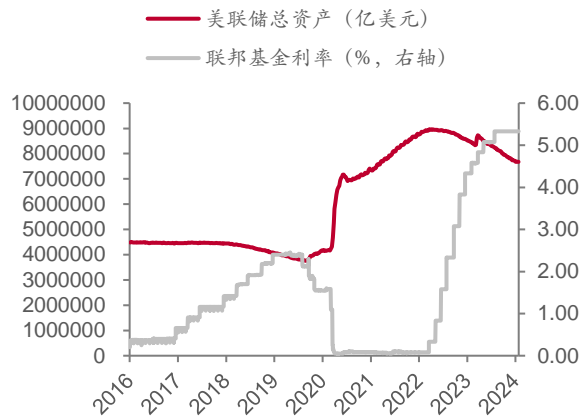
- 但海外正处于流动性收缩周期的尾声，伴随着高利率及流动性的退潮，终端的投资需求也将受到一定影响。

图表 40: 美国通胀韧性仍存 (%)



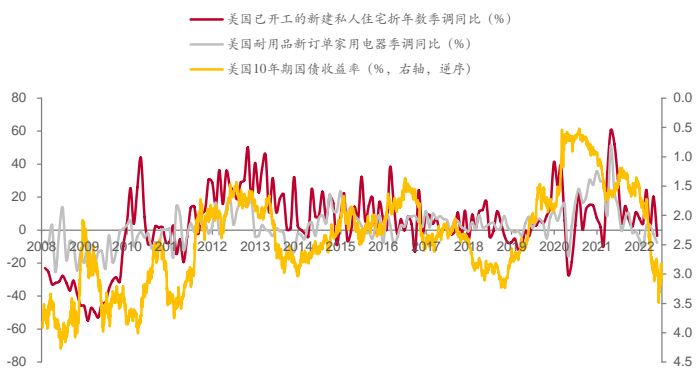
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 41: 美联储加息已至尾声



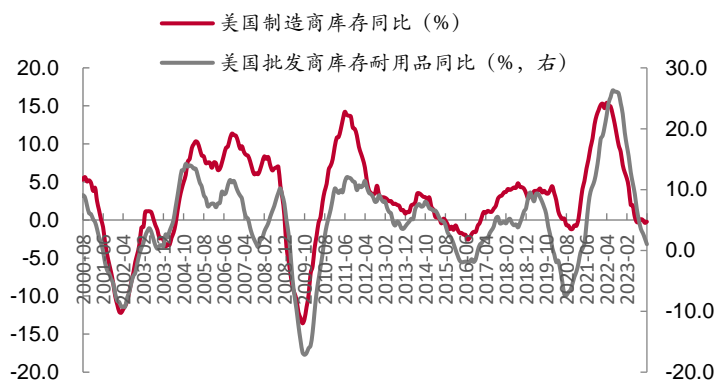
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 42: 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 43: 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: 海内外共振铝价回升

- **电解铝供给稳定。**本周电解铝企业稳定生产为主，截至目前，电解铝行业开工产能 4207.80 万吨，较上周持平。
- **无新增复产产能。**截至 2024 年 1 月 25 日，2024 年中国电解铝总复产规模 154.5 万吨，已复产 0 万吨，待复产 154.5 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 154.5 万吨。

图表 44: 电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨)

省份	企业	总复产规模	已复产	始复产通电时间	待复产	预期年内还可复产	预期年内最终实现累计
广西	广西田林百矿铝业有限公司	2	0	待定	2	0	3
贵州	安顺市铝业有限公司	13.5	0	2024 年四季度	13.5	0	13.5
山西	山西兆丰铝电有限责任公司	4.5	0	待定	4.5	0	4.5
四川	眉山市博眉启明星铝业有限公司	2.5	0	2024 年一季度	2.5	0	2.5

四川	四川启明星铝业有限责任公司	6	0	2024 年一季度	6	0	6
四川	阿坝铝厂	2.5	0	2024 年一季度	2.5	0	2.5
云南	云铝集团	61	0	2024 年二季度	61	0	61
云南	云南神火铝业有限公司	36	0	2024 年二季度	36	0	36
云南	云南宏泰新型材料有限公司	10	0	2023 年二季度	10	0	10
云南	云南其亚金属有限公司	16.5	0	2024 年二季度	16.5	0	16.5
	总计	154.5	0		154.5	0	154.5

资料来源：百川、中泰证券研究所

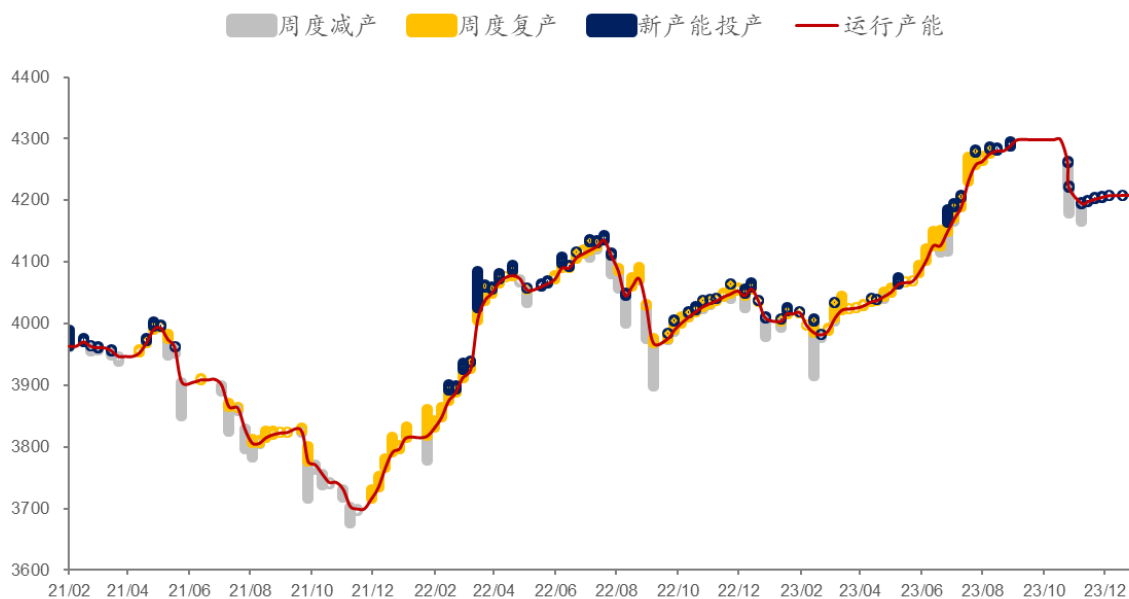
- **无新增投产产能。**截至 2024 年 1 月 25 日，2024 年中国电解铝已建成且待投产的新产能 298 万吨，已投产 0 万吨，待开工新产能 125 万吨，预期年内还可投产共计 125 万吨，预期年度最终实现累计 125 万吨。

图表 45：电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况（单位：万吨）

省份	企业	新产能规模	已投产	始投产时间	待投产	预期年内还可投产	预期年内最终实现累计
贵州	贵州省六盘水双元铝业有限责任公司	10	0	2024 年三季度	0	10	10
内蒙古	内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司扎哈淖尔分公司	35	0	2024 年末	0	0	0
内蒙古	内蒙古华云新材料有限公司	42	0	2024/3	0	42	42
青海	中国铝业股份有限公司青海分公司	10	0	2024 年年末	0	0	0
新疆	新疆农六师铝业有限公司准东项目	55	0	2024 年三季度	0	20	20
云南	云南宏泰新型材料有限公司	53	0	2024 年二季度	0	53	53
云南	云南宏合新型材料有限公司	93	0	待定	0	0	10
	总计	298	0		0	125	125

资料来源：百川、中泰证券研究所

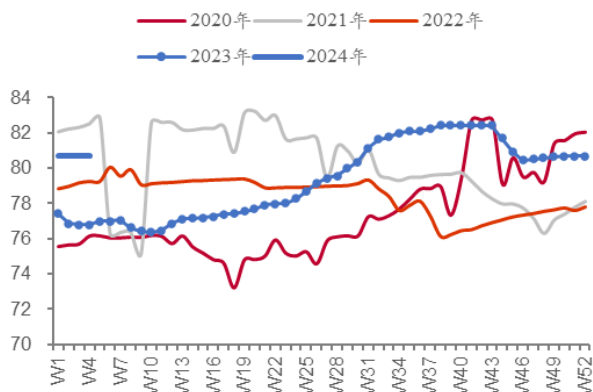
- **电解铝运行产能企稳。**截止 2024 年 1 月 25 日，国内电解铝运行产能达 4207.8 万吨。

图表 46：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

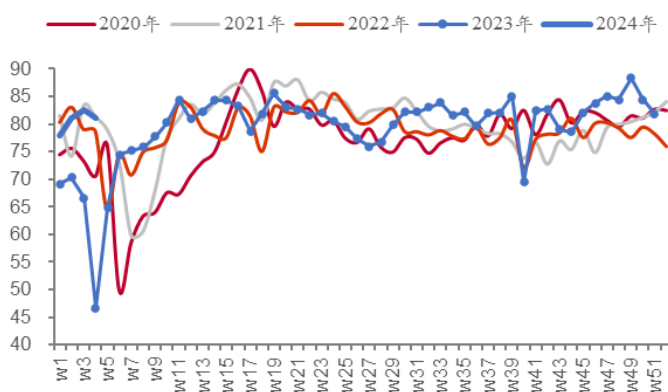
■ **供应产量持平。**根据百川，本周电解铝产量 80.70 万吨，环比持平。

图表 47: 电解铝周度产量 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

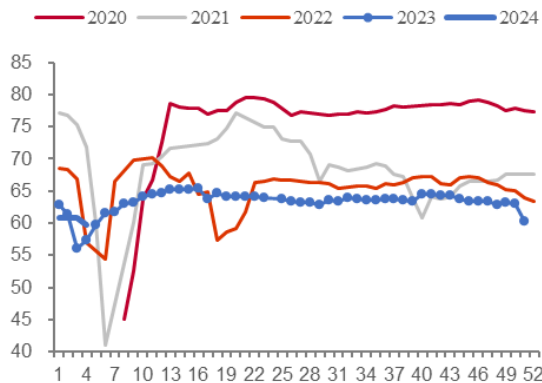
图表 48: 国内电解铝周度需求 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

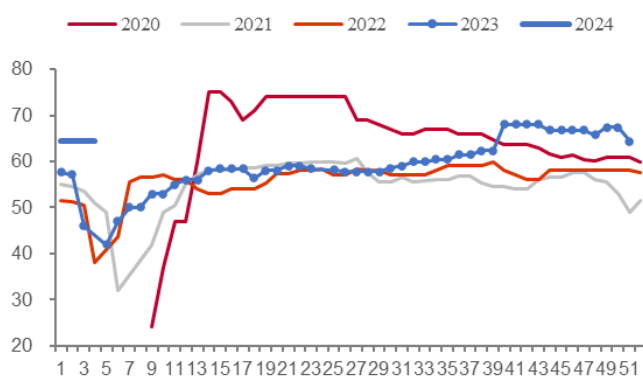
■ **铝加工板块开工率环比下降:**截止 2024 年 1 月 26 日, 铝加工企业平均开工率为 59.7%, 环比下降 1.2PCT, 同比上升 2.3PCT。

图表 49: 铝型材开工率 (%)



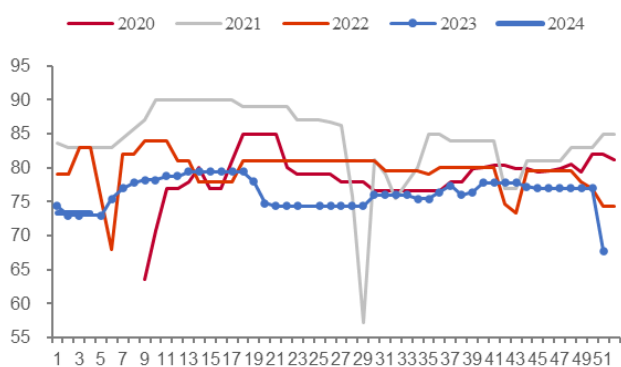
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 50: 铝线缆开工率 (%)



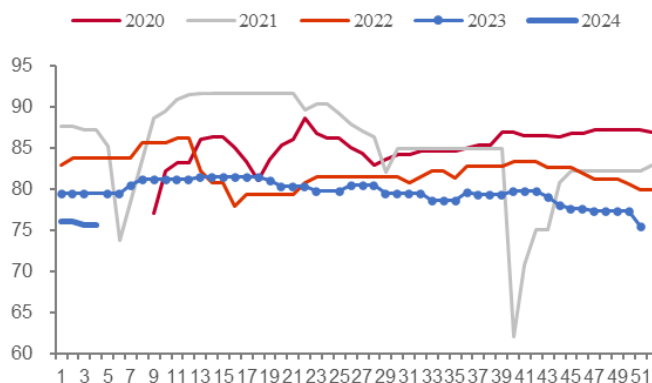
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 51: 铝板带开工率 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

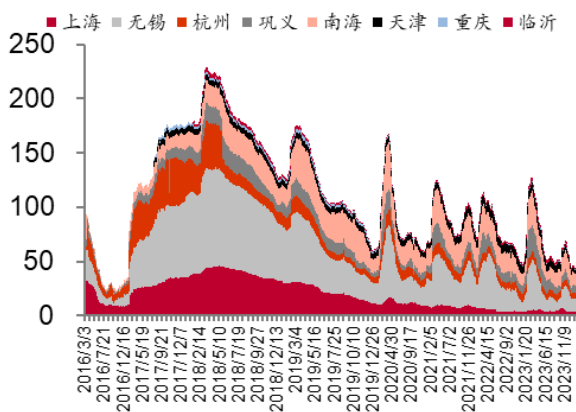
图表 52: 铝箔开工率 (%)



来源: 百川, 中泰证券研究所

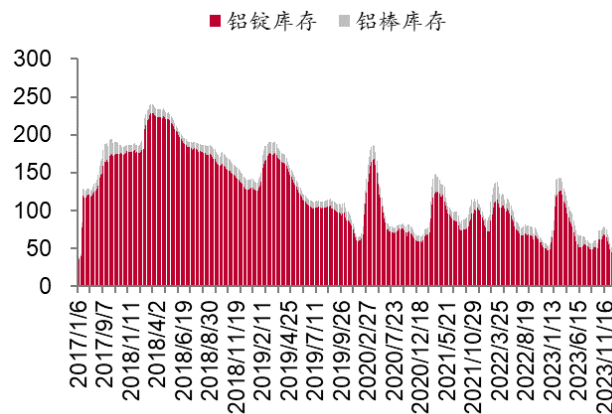
■ **铝锭库存环比下降:**2024 年 1 月 25 日, SMM 统计国内电解铝锭社会库存 43.7 万吨, 环比下降 0.4 万吨。海外方面, 截至 1 月 26 日, LME 铝库存 55.73 万吨, 环比下降 0.58 万吨。

图表 53: 国内电解铝社会库存走势 (万吨)



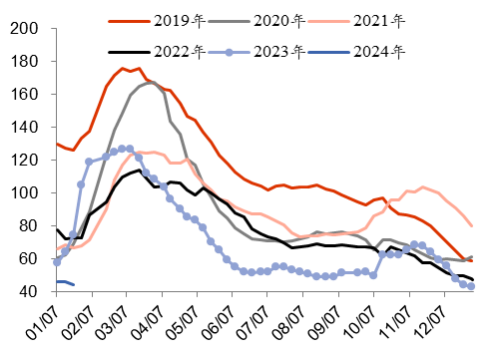
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 54: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)



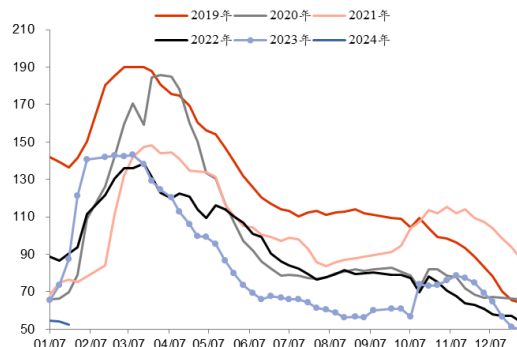
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 55: 国内电解铝年度社会库存走势对比 (万吨)



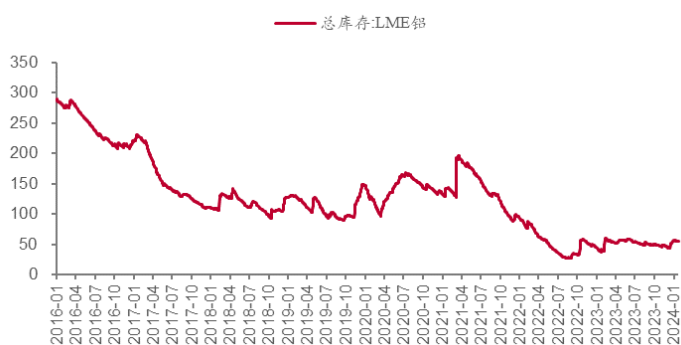
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 56: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



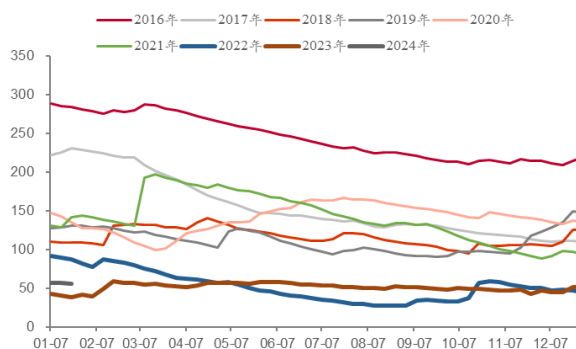
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 57: LME 铝期货库存变动 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 58: LME 铝期货库存年度对比 (万吨)



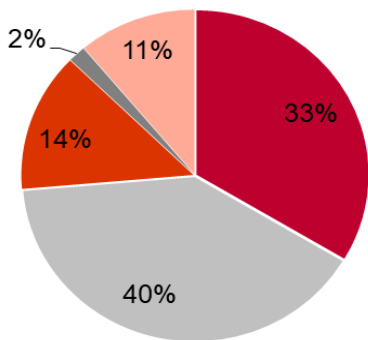
来源: Wind, 中泰证券研究所

- **即时盈利走扩。**截至 1 月 26 日, 氧化铝价格 3356 元/吨, 环比上升 1.21%, 氧化铝成本 2953 元/吨, 环比上升 0.33%, 吨毛利 403 元/吨, 环比上升 30 元/吨。预焙阳极方面, 本周周内均价 4538/吨, 环比持平; 考虑 1 个月原料库存影响, 周内平均成本 4371 元/吨, 环比下降 0.16%, 周内平均吨毛利 166 元/吨, 环比上升 16.93%; 如果不虑原料库存, 预焙阳极周内平均成本 4465 元/吨, 环比上升 1.98%, 周内平均吨毛利 72 元/吨, 环比下降 51.57%。对于除新疆外 100%自备火电的电解铝企业, 即时成本 16602 元/吨, 环比上升 0.13%, 长江现货铝价 19130 元/吨,

环比上升 1.70%，吨铝盈利 1678 元，环比上升 13.35%。具体走势如下：

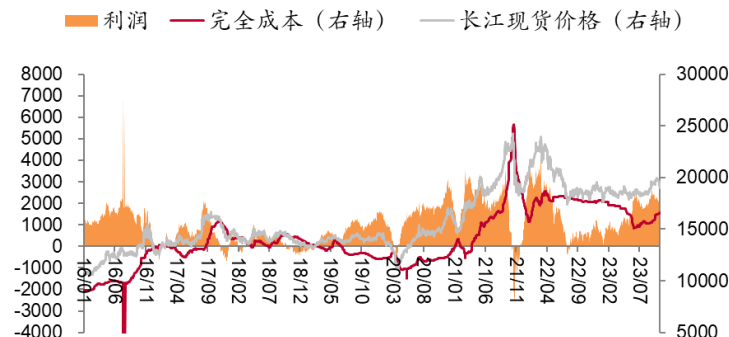
图表 59：电解铝的完全成本构成

■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

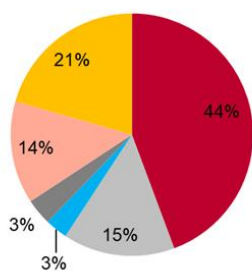
图表 60：电解铝成本、利润情况（元/吨）



来源：WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所
注：测算对象为除新疆外 100% 自备火电的电解铝企业的即时盈亏情况

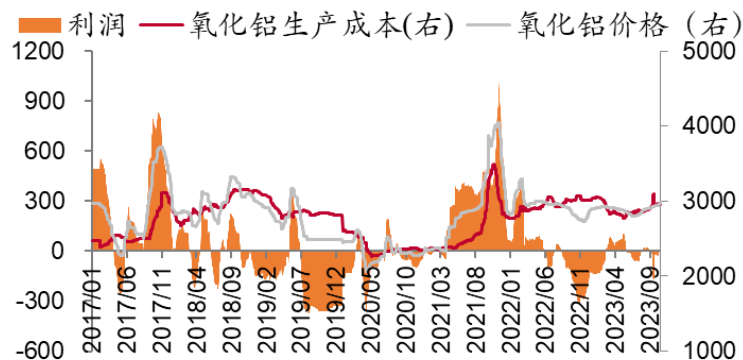
图表 61：氧化铝生产成本构成

■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰 ■ 电力 ■ 其他能源 ■ 其他成本



来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

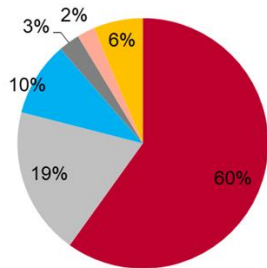
图表 62：氧化铝成本、利润情况（元/吨）



来源：WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所

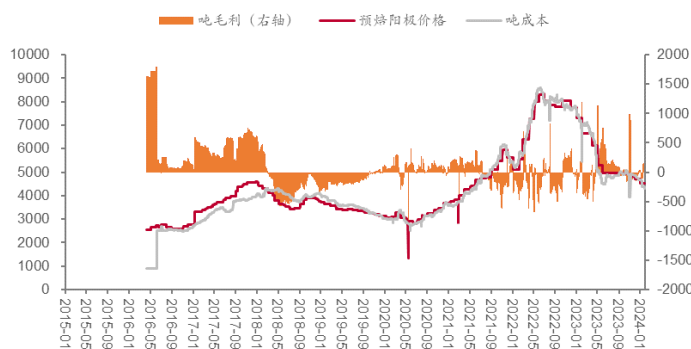
图表 63：预焙阳极生产成本构成

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



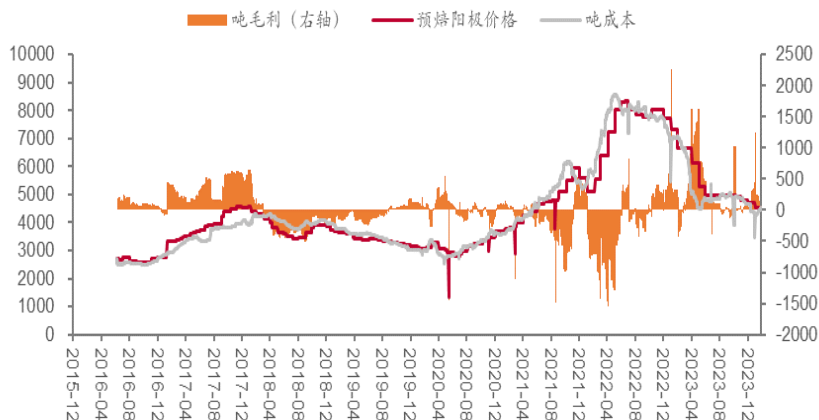
来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 64：预焙阳极成本、利润情况（元/吨）（考虑库存）



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

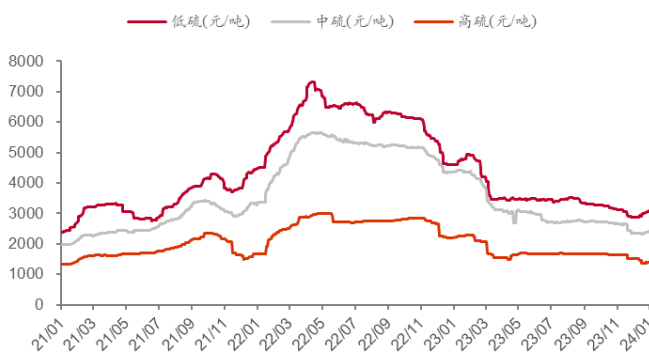
图表 65：预焙阳极成本、利润情况（元/吨）（不考虑原料库存）



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

- **高中低硫石油焦价格环比上升。**截止 1 月 26 日，低硫石油焦价格为 3084.08 元/吨，周环比上升 1.8%，同比下降 32.91%。中硫石油焦价格 2420.69 元/吨，周环比上升 1.2%，同比下降 44.84%。高硫石油焦价格为 1400.77 元/吨，周环比上升 0.7%，同比下降 37.36%。

图表 66：石油焦价格 (元/吨)

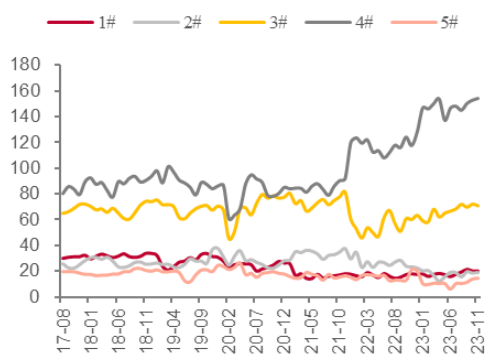


来源：Wind，中泰证券研究所

- **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 67：国内石油焦月度产量 (万吨)

图表 68：国内未煅烧石油焦进口数量 (万吨)



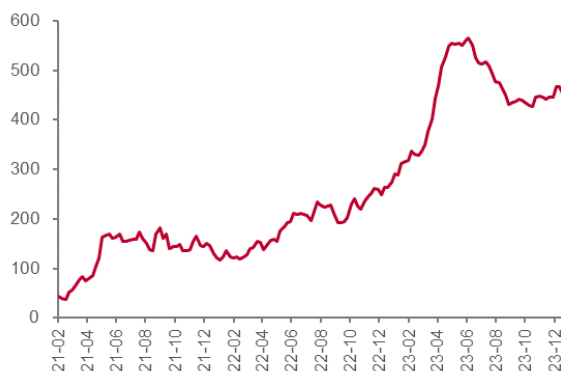
来源：百川、中泰证券研究所



来源：Wind、中泰证券研究所

- 石油焦库存环比上升。截至 1 月 26 日，石油焦库存总量 454.8 万吨，同比上升 55.97%，环比上升 1.19%。

图表 69：石油焦库存（万吨）



来源：钢联、中泰证券研究所

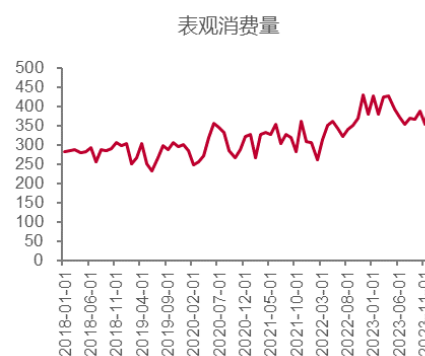
- 石油焦开工率下降。截止 1 月 26 日，国内石油焦开工率为 71.78%，环比下降 0.33%。国内石油焦 12 月表观消费量 414.78 万吨，环比上升 18%，同比上升 9%。

图表 70：国内石油焦开工率（%）



来源：钢联、中泰证券研究所

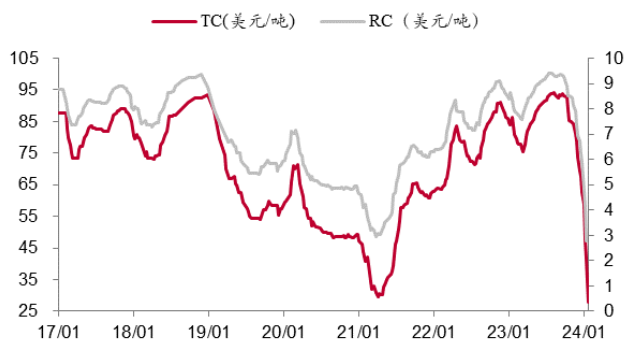
图表 71：国内石油焦月度表观消费量（万吨）



来源：钢联、中泰证券研究所

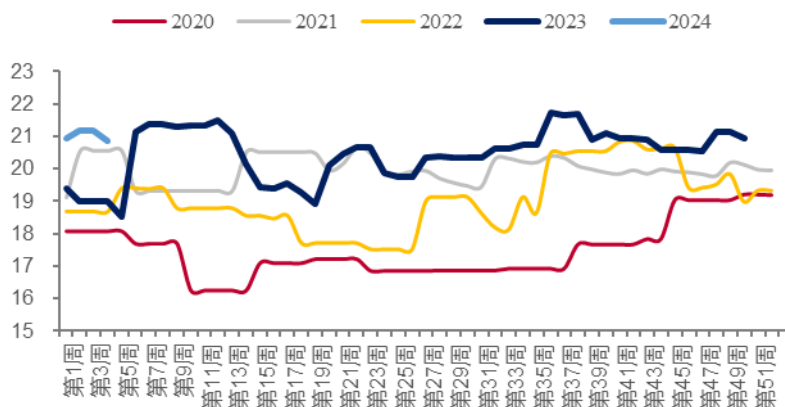
4.3 铜：国内宏观利好释放 铜价重回高位

- 铜精矿现货加工费断崖式下跌。1 月 26 日 SMM 进口铜精矿指数（周）报 27.94 美元/吨，较上一期的 41.45 美元/吨减少 13.51 美元/吨。矿端 TC 持续下跌，硫酸价格亦在走落，冶炼厂利润收敛。26 日上午 CSPT 小组召开临时线上会议。会议期间 CSPT 小组成员有呼吁联合减产，以缓解铜精矿现货加工费不断下跌的困境。

图表 72: 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 20.87 万吨, 环比下降。

图表 73: 电解铜周度产量 (万吨)


来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 74: 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

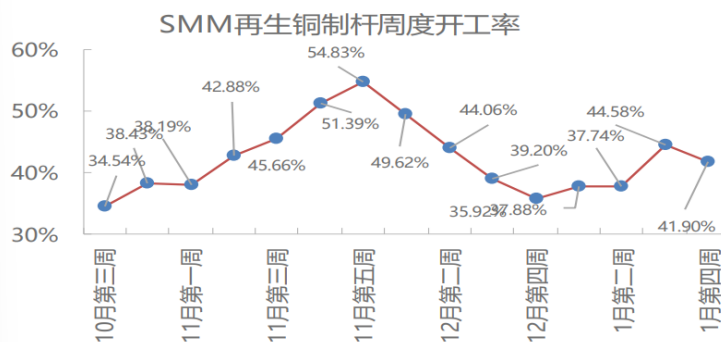
- 废铜: 再生铜原料持货商降价出货 为求春节前回笼资金。**本周美国PMI表现强劲, 数据公布 50.3, 创下 15 个月以来新高, 而国内央行宣布下调存款准备金率 0.5%。海内外宏观因素双重影响之下, 利好铜价大幅上涨。虽然铜价反弹, 再生铜原料持货商并未挺价出货。持货商为了在春节假期前回笼资金, 本周出货量在增加的同时, 议价的空间也略微有所扩大。

图表 75: 精废价差 (不含税)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 76: 再生铜杆开工率情况

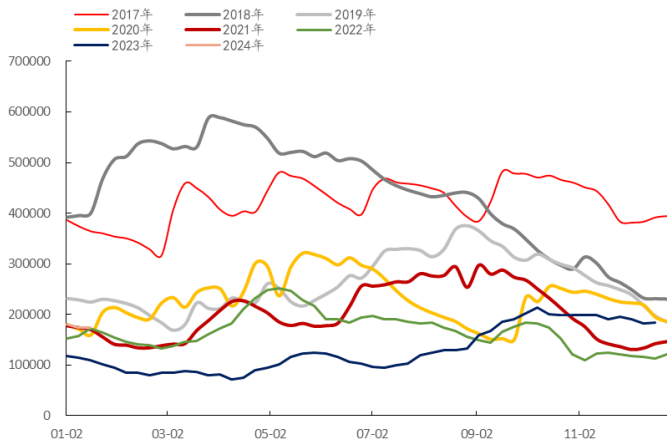


来源: SMM, 中泰证券研究所

- 库存变化: 社会库存方面,**截至 1 月 26 日, 国内社会库存 8.52 万吨, 环比上升 0.98 万吨。本周五 (1 月 26 日) 国内保税区铜库存环比 (1 月 19 日) 减少 0.01 万吨至 1 万吨。其中上海保税库环比增长 0.01 万吨至 0.86 万吨; 广东保税库环比下降 0.02 万吨至 0.14 万吨。周尾进口窗口关闭, 比价逐渐疲软下, 保税出库量将逐渐减少, 本月底及 2 月初部分到港货源或将入库, 但面临春节期间昂贵的持仓成本, 累库幅度难见大幅增长且将弱于去年同期水平。**海外库存 (期货) 方面,**截止 1 月 26 日,

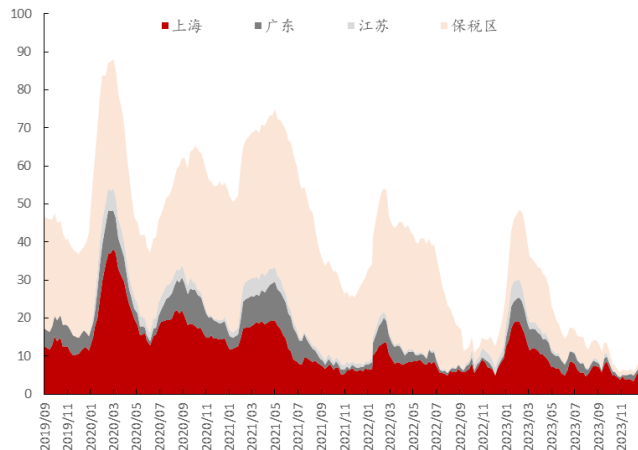
LME+COMEX 铜库存量 17.34 万吨，环比下降 0.34 万吨。

图表 77: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

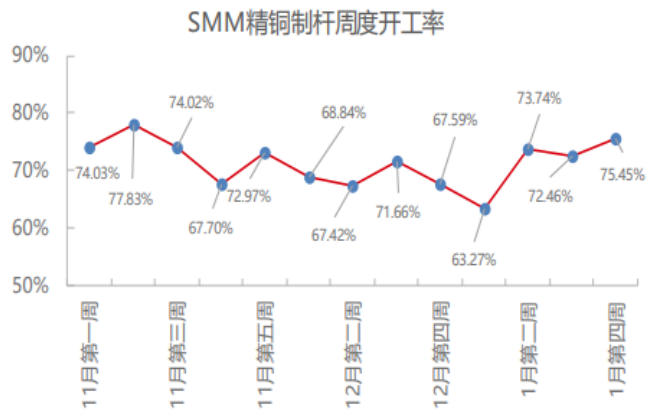
图表 78: 上海广东及保税区社会库存变动 (万吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

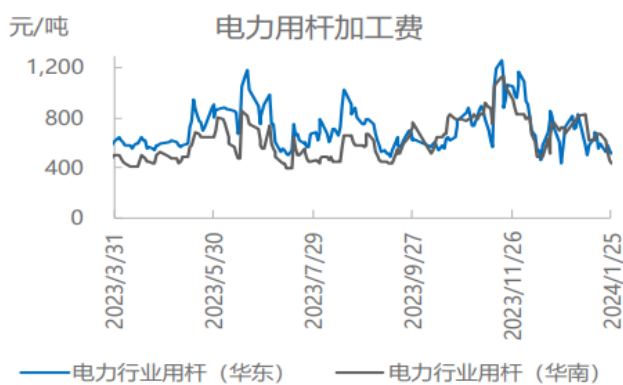
- **铜价高企下游消费谨慎 料下周精铜杆开工率大幅下降。**电线电缆方面，本周开工率为 58.73%，环比下降 13.25%。淡季氛围逐渐浓厚，对企业订单及生产影响明显；企业表示随着春节的临近，外地工人正陆续放假回家。另外，周尾时铜价重心走高，对下游下单明显产生抑制效果，下单量明显减少。漆包线方面，本周漆包线行业开工情况较上周略有减弱，此前需节前备货的下游行业订单已接近尾声；叠加周尾时铜价走高，下游更是进入观望状态，对下单更是抑制；多个行业订单已表现平平。

图表 79: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 80: 铜电力用杆加工费



来源: SMM, 中泰证券研究所

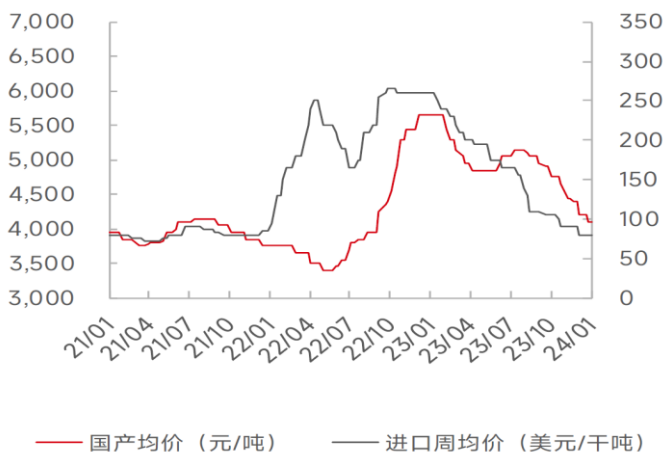
4.4 锌: 内外盘价格重心上行

- 2 月加工费谈判开始，预计整体下降幅度有限，下周矿冶将进入集中谈判周期，考虑到目前港口的低加工费和冶炼厂的低库存，加工费低位运行，但当前冶炼厂 4100 元/金属吨的加工费利润已然不足，冶炼厂生产意愿下降，整体加工费下降空间有限。

图表 81: 国产及进口锌精矿加工费对比

图表 82: 国产锌精矿分地区加工费

国产-进口加工费周均价



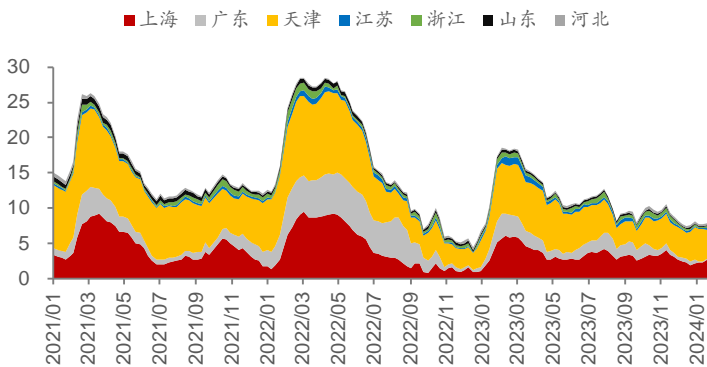
来源: SMM, 中泰证券研究所

	2024/01/12	2024/01/20	2024/01/26	单位
国产(周)	4200	4100	4100	元/金属吨
进口(周)	80.0	80.0	80.0	美元/千吨
内蒙古	4200	4200	4200	元/金属吨
云南	4150	4050	4050	元/金属吨
湖南	4300	4150	4150	元/金属吨
广西	4200	4100	4100	元/金属吨
陕西	4050	4000	4000	元/金属吨
四川	4100	4000	4000	元/金属吨
甘肃	4200	4150	4150	元/金属吨

来源: SMM, 中泰证券研究所

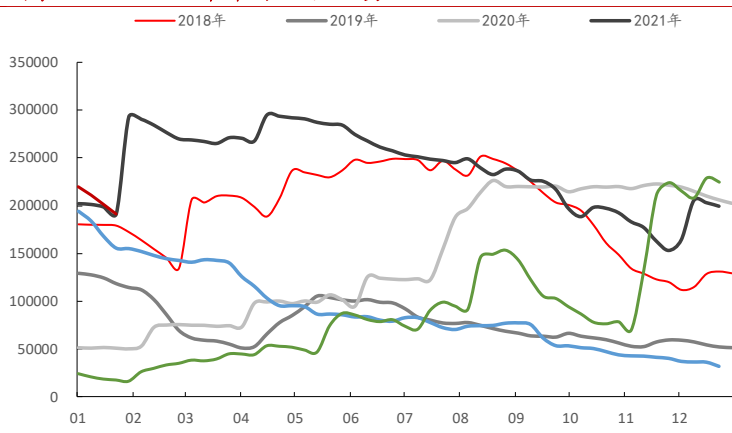
- 本周沪伦比值降至 8.3 附近, 进口亏损进一步扩大。主因前美联储官员发言偏鸽叠加 LME 锌库存持续去库, 宏观提振伦锌走势, 而国内沪锌受外盘拉扯同步上行然不及伦锌涨幅。节前下游陆续放假需求走弱, 且本周国内社库开始累库, 预计后续沪锌上行空间有限, 沪伦比值修复有限。
- 库存变化: 据 SMM 调研, 截至本周四 (1 月 25 日), SMM 七地锌锭库存总量为 7.86 万吨, 较 1 月 19 日增加 0.77 万吨, 较 1 月 22 日增加 0.45 万吨, 国内库存录增。其中上海地区库存增加明显, 主因周内到货较多, 贸易商出货积极, 然锌价上涨, 下游畏高采买较少, 库存有所累增; 广东地区因厂提比例增加, 仓库到货量不多, 下游正常提货库存有所录减; 天津地区周内有所到货, 下游正常提货库存小幅录增。整体来看, 原三地库存增长 0.33 万吨, 七地库存增长 0.45 万吨。LME 方面, 本周伦锌库存有所回落, 截至 1 月 26 日, 伦锌库存量 191,600 吨, 较上周减少 10,450 吨。

图表 83: 国内锌七地库存 (万吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 84: LME 锌库存变动趋势 (吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

4.5 铁矿石及钢铁: 宏观预期叠加成本推动, 钢价偏强

- 钢价小幅上升: Mypsic 综合钢价指数环比上周上升 0.74%, 其中长材上升 0.62%, 板材上升 0.87%。上海螺纹钢 3960 元/吨, 较上周上升 60 元/吨, 幅度 1.54%。上海热轧卷板 4070 元/吨, 较上周上升 50 元/吨, 幅度 1.24%。

图表 85: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨)

品种	本周	上周	变化幅度	上月	变化幅度	去年	变化幅度
Myspic综合钢价指数	149.93	148.83	0.74%	150.47	-0.36%	158.01	-5.11%
MySpic指数:长材	168.06	167.03	0.62%	168.76	-0.41%	179.25	-6.24%
MySpic指数:扁平	132.58	131.43	0.87%	132.97	-0.29%	137.7	-3.72%
上海螺纹钢	3960	3900	1.54%	4010	-1.25%	4230	-6.38%
基差	-13	-15	2	-13	0	29	-42
广州-沈阳价差	280	320	-40	300	-20	380	-100
上海-沈阳价差	-10	-10	0	60	-70	-10	0
上海热轧板卷	4070	4020	1.24%	4080	-0.25%	4260	-4.46%
基差	-32	-12	-20	-55	23	35	-67
不锈钢 (201/2B卷板:2.0mm)	9050	9050	0.00%	8850	2.26%	9750	-7.18%
取向硅钢 (30Q120)	12500	12500	0.00%	12700	-1.57%	19400	-35.57%
无取向硅钢 (50WW600)	5400	5400	0.00%	5300	1.89%	5500	-1.82%

来源: Wind, 中泰证券研究所

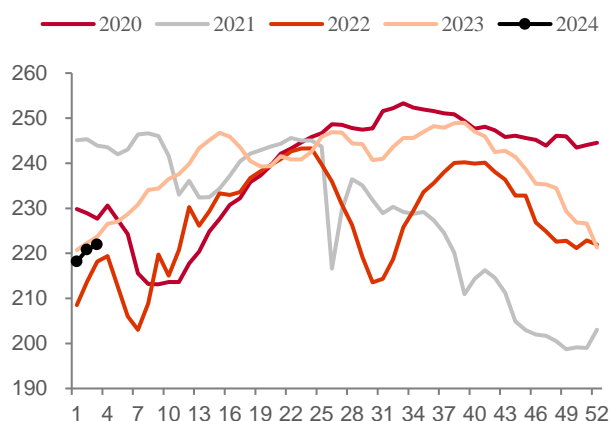
- **供应方面:** 本周五大钢材品种供应 860.82 万吨, 周环比增 5.51 万吨, 增幅 0.6%。本周五大钢材品种产量周环比均上升, 主因在于检修停产陆续结束, 逐步复产后产量回升明显。
- **库存方面:** 本周五大钢材总库存 1483.28 万吨, 周环比增 60.88 万吨, 增幅 4.3%。本周五大品种均呈现累库。消费方面, 本周五大品种周消费量降幅 3.1%; 其中建材消费环比降幅 12.1%, 板材消费环比增幅 2.1%。本周五大品种表观消费除热卷和中厚板, 其余品种环比均有一定下降。

图表 86: 本周库存波动对比 (万吨)

万吨	本周产量 2024/1/26	环比上周 2024/1/19	本周社库 2024/1/26	环比上周 2024/1/19	本周厂库 2024/1/26	环比上周 2024/1/19
螺纹	226.89	-7.28	504.17	33.95	186.52	7.62
线材	93.26	-2.21	75.51	7.07	68.91	2.94
热轧	309.73	15.92	228.76	5.84	79.02	-2.24
中板	150.28	-0.54	117.56	2.31	72.27	0.50
冷轧	80.66	-0.38	117.36	2.03	32.00	0.82
合计	860.82	5.51	1043.36	51.20	438.72	9.64

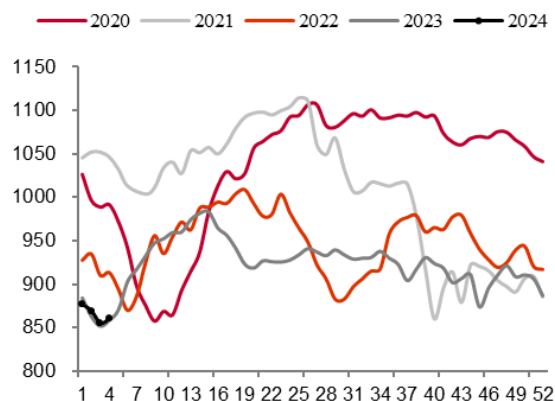
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 87: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)

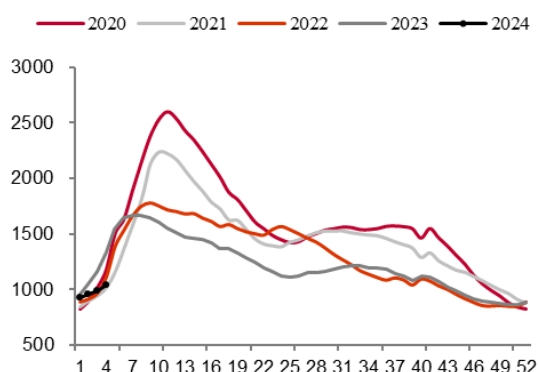


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

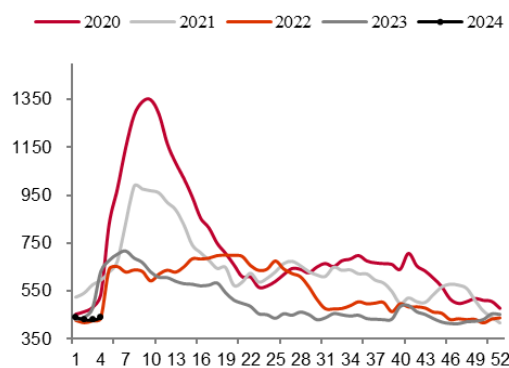
图表 88: 五大品种周度产量合计 (万吨)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 89: 历年五大品种社库波动 (万吨)


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

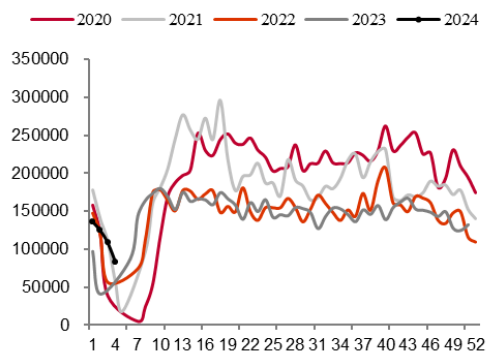
图表 90: 历年五大品种厂库波动 (万吨)


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

- 消费方面**, 本周建筑钢材成交量周平均值为 8.30 万吨, 较上周下降 2.50 万吨。五大品种周消费量为 800 万吨, 降幅为 3.11%; 其中建材消费环比降 12.1%, 板材消费环比也上升 2.15%。本周五大品种中建材与板材消费降幅相似, 反映需求进一步下滑。本周五大品种表观消费除热卷和中厚板, 其余品种环比均有一定下降。

图表 91: 五大品种总表观消费量 (万吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 92: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

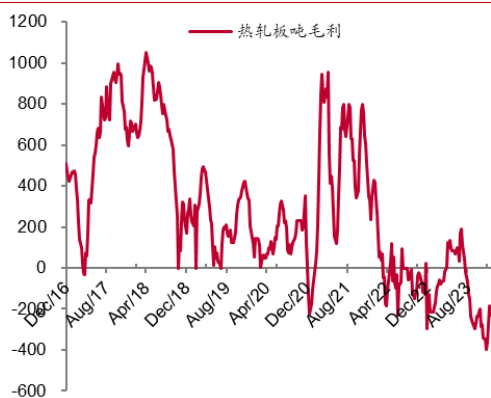
- 矿价小幅增加**: 本周 Platts62% 136 美元/吨, 周环比上升 6 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 1952.3 (1347.8+604.5) 万吨, 环比下降 330.8 万吨, 其中中国到港量 1203.3 万吨, 环比增加 21.2 万吨。最新钢厂进口矿库存天数 27 天, 环比增加 4 天。天津准一冶金焦 2340 元/吨, 环比持平。废钢 2588 元/吨, 环比持平。

图表 93: 钢铁主要生产要素价格一览

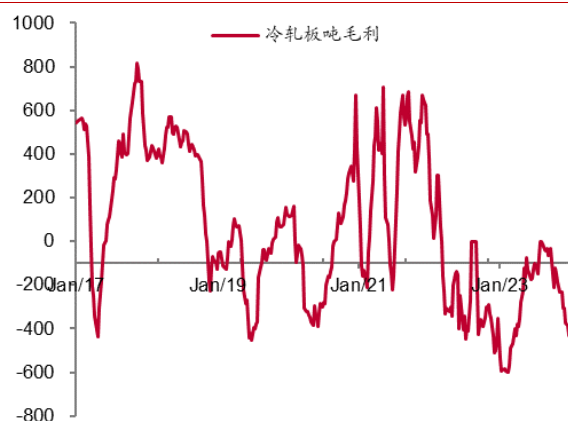
品种	单位	本周价格	上周价格	周变化	上月价格	月变化	去年价格	年变化	
铁矿石	Platts62%	美元/吨	136	131	6	141	-5	130	6
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	1029	1011	18	1027	2	882	147
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	920	885	35	910	10	745	175
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-1029	-1011	-18	-1027	-2	-882	-147
	卡粉-超特	元/湿吨	-920	-885	-35	-910	-10	-745	-175
	PB粉-超特	元/湿吨	109	126	-17	117	-8	137	-28
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	21	22	-1	25	-3	17	4
	西澳-青岛	美元/吨	8	9	0	11	-3	6	2
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	2340	2340	0	2540	-200	2810	-470
	京唐港主焦煤	元/吨	2600	2600	0	2750	-150	2500	100
	张家港废钢	元/吨	2640	2630	10	2650	-10	2780	-140
	唐山方坯Q235	元/吨	3650	3590	60	3680	-30	3900	-250

来源: Wind, 中泰证券研究所

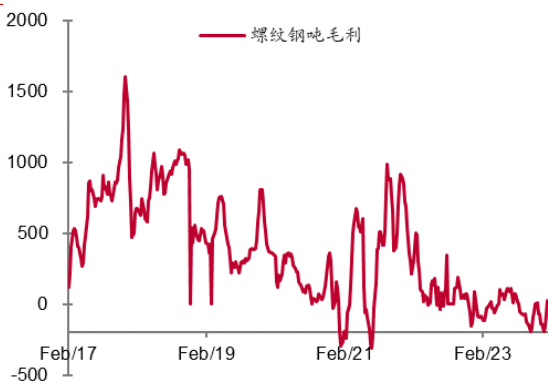
- **吨钢盈利:** 热轧卷板(3mm)毛利-232元/吨, 毛利率降至-6.47%; 冷轧板(1.0mm)毛利-266元/吨, 毛利率降至-6.27%; 螺纹钢(20mm)毛利-25元/吨, 毛利率降至-0.7%; 中厚板(20mm)毛利-440元/吨, 毛利率降至-12.48%。

图表 94: 热轧卷板毛利变化(元/吨)


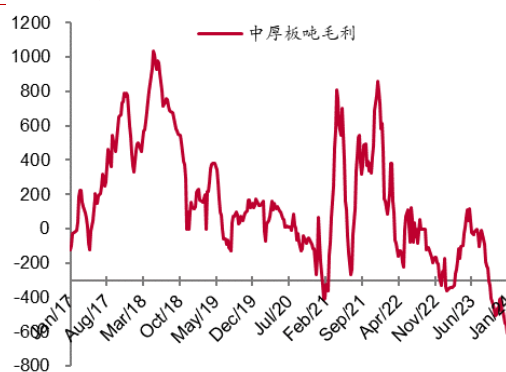
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 95: 冷轧卷板毛利变化(元/吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 96: 螺纹钢毛利变化(元/吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 97: 中厚板毛利变化(元/吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

5.投资建议: 维持“增持”评级

- 贵金属上行趋势不变：本周美国经济数据整体保持韧性，短期对金价形成压力，但在超额储蓄持续消耗及高利率维持下，美国经济周期性回落难以避免，贵金属将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。
- 大宗金属恰处布局良机，国内进一步释放降准、降息的宏观利好，金属价格整体上行。大宗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
- 黄金价格波动风险
- 产业政策不及预期的风险
- 下游消费不及预期的风险
- 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。