

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

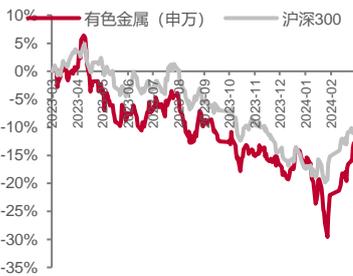
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	26,227.22
行业流通市值(亿元)	23,162.79

行业-市场走势对比



图表：周内商品价格变动

单位	本周五(3.8) 价格	周度涨跌幅
COMEX黄金 美元/盎司	2,185.50	4.28%
SHFE黄金 元/克	506.28	4.65%
COMEX白银 美元/盎司	24.55	5.07%
SHFE白银 元/千克	6,163	4.21%
LME铜 美元/吨	8,568	0.54%
SHFE铜 元/吨	69,950	1.49%
LME铝 美元/吨	2,236	0.00%
SHFE铝 元/吨	19,200	1.24%
LME锡 美元/吨	2,100	3.04%
SHFE锡 元/吨	16,220	1.57%
LME锌 美元/吨	2,523	3.70%
SHFE锌 元/吨	21,315	3.50%
LME镍 美元/吨	27,625	4.58%
SHFE镍 元/吨	222,640	2.13%
LME钴 美元/吨	17,990	1.32%
SHFE钴 元/吨	138,480	1.03%

来源：wind、中泰证券研究所

投资要点

■ **【本周关键词】：美国 2 月失业率超预期走高，国内央行继续增持黄金**

■ **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 2 月失业率弱于预期，支撑金价走高，在超额储蓄消耗及高利率下，美国经济周期性回落难以避免，去全球化背景也将支撑贵金属价格上行至新高度，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**：国内逆周期政策持续发力，同时美元指数走低，基本金属价格整体走高。在供给瓶颈下，基本金属终将在弱复苏带动下，迎来新一轮景气周期，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：大宗价格整体抬升**：1) 周内，LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为 0.5%、0.0%、3.0%、3.7%、4.6%、1.3%，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为 1.5%、1.2%、1.6%、3.5%、2.1%、1.0%；2) COMEX 黄金收于 2185.50 美元/盎司，环比上涨 4.28%，SHFE 黄金收于 506.28 元/克，环比上涨 4.65%；3) **本周有色金属行业指数跑赢市场**，申万有色金属指数收于 4,256.20 点，环比上涨 4.49%，跑赢上证综指 3.87 个百分点，贵金属、工业金属、小金属、金属新材料、能源金属的涨跌幅分别为 9.70%、8.13%、3.36%、1.06%、-4.61%。

■ **宏观“三因素”总结——筑底回升的前半段：国内逆周期政策持续发力；美国经济数据回落；全球制造业 PMI 突破荣枯线**。具体来看：

1) **国内 2 月 CPI 同比超预期回升**：国内 2 月 CPI 同比为 0.7%（前值-0.8%，预期 0.34%）；2 月 PPI 同比为-2.7%（前值-2.5%，预期-2.47%）；2 月黄金储备为 7,258 万盎司（前值 7,219 万盎司）。

2) **美国 2 月 ISM 非制造业 PMI 有所回落，失业率超预期走高**：2 月 ISM 非制造业 PMI 为 52.6（前值 53.4），2 月 Markit 服务业 PMI 商务活动季调为 52.3（前值 52.5，预期 52.0）；1 月耐用品新增订单季调环比为-6.16%（前值-0.33%），全部制造业新增订单季调环比为-3.64%（前值-0.33%）；2 月新增非农就业人数季调为 27.5 万人（前值 22.9 万人，预期 19.0 万人），2 月失业率季调为 3.9%（前值 3.7%，预期 3.7%）。

3) **欧元区 2 月服务业 PMI 超预期回升**：欧元区 2 月服务业 PMI 为 50.2（前值 48.4，预期 50.0）；1 月欧元区 PPI 同比为-8.6%（前值-10.7%），环比为-0.9%（前值-0.9%，预期-0.1%）。

4) **2 月全球制造业景气度回升**：2 月全球制造业 PMI 为 50.3，环比上升 0.3，处于荣枯线以上，全球经济复苏动能仍有进一步提升空间。

■ **贵金属：美国失业率超预期走高，金价回升**

周内，十年期美债实际收益率 1.81%，环比-0.17pcts，实际收益率模型计算的残差为 1302.0 美元/盎司，环比+39.8 美元/盎司；2 月 ISM 非制造业 PMI 有所回落，美联储重申不急于降息，并且补充降息需要“谨慎而深思熟虑”，但随后鲍威尔对降息的暗示令美元走跌，且美国 2 月失业率超预期走高，贵金属价格回升。我们认为美国经济回落难以避免，当前 4%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：美元指数走弱，基本金属价格回升**

周内，美联储虽然重申不急于降息，但鲍威尔释放鸽派言论，叠加美国一系列经济数据不及预期，美元指数走弱，基本金属价格有所回升。

1、**对于电解铝，云南复产信息再起，宏观利多及累库放缓提振铝价。**

供应方面，本周电解铝行业供应持稳，但市场又传出云南复产消息。目前省内外送电力减少及风光电力发电量有所增量，当地政府鼓励工业消纳电力。截至目前，电解铝行业开工产能 4202.80 万吨。**库存方面**，电解铝锭社会总库存 82.1 万

吨，较上周累库 3.2 万吨，进入三月后铝锭累库节奏虽延续但明显放缓，预计 3 月中旬铝社会库存或进入去库拐点；铝棒去库拐点得到巩固，且本周各地铝棒加工费表现坚挺。需求方面，国内下游消费开工维持向好态势，企业务工人员基本回归岗位，工业型材方面汽车行业及光伏行业新增订单增加，工业型材企业开工稳步发展，板带箔行业亮点不大，但行业整体开工仍在回暖。成本方面，目前电解铝 90 分位成本 17810 元/吨。

1) 氧化铝价格 3334 元/吨，环比下降 0.54%，氧化铝成本 3003 元/吨，环比上升 0.26%，吨毛利 331 元/吨，环比下降 26 元/吨。

2) 预焙阳极方面，本周周内均价 4533/吨，环比持平；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4523 元/吨，环比下降 0.05%，周内平均吨毛利 9 元/吨，环比上升 32.88%；如果不虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4702 元/吨，环比上升 0.97%，周内平均吨毛利-169 元/吨，环比下降 40.28%。

3) 对于除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 16615 元/吨，环比下降 0.33%，长江现货铝价 19180 元/吨，环比上升 1.16%，吨铝盈利 1703 元，环比上升 12.03%。

总结来看，周内宏观方面利多消息较多，首先海外降息预期走强，美元指数弱勢震荡，利多金属，再加之国内两会召开，利好政策释放，提振市场情绪。宏观利多叠加基本面稳健向好，铝短期易涨难跌。

2、对于电解铜，宏观利好助涨铜价，矿端持续偏紧。

供给方面，矿端基本面紧张格局不改，TC 持续下行，原料端紧张令部分冶炼厂减少投料，后市随着电解铜需求逐渐恢复，其供应将趋紧。库存方面，电解铜社会库存仍表现垒库趋势，SMM 主流地区社会库存环比上升 4.21 万吨；海外 LME 和 Comex 库存环比下降 6.79 万吨。需求方面，本周电线电缆开工率超预期回升主要是受到样本中大型企业订单超预期恢复的带动，据企业反馈主要是受到新能源发电类订单的影响。

总结来看，美元走跌以及国内数据利好，原油前期涨势均助力铜价继续走高。展望下周，美国 CPI、PPI 数据值得关注，若 CPI 回落预计市场继续积极炒作降息，美元难有涨势，铜牛市基础依然坚实。

3、对于锌，Seokpo 锌冶炼厂减产，内外盘大涨。

周内，国内宏观情绪回暖，海外方面韩国年产 40 万吨的 Seokpo 锌冶炼厂减产 1/5，使得供应量进一步压缩，市场情绪受此提振，叠加美元指数回落，锌价有所回升。供给方面，百川统计节前国内锌产量 11.13 万吨，环比降 0.56%；需求方面，下游畏高刚需采买，且两会期间河北、天津等地环保限产影响下游需求。库存方面，七地锌锭库存 18.03 万吨，较上周累库 0.62 万吨。

4、对于钢铁，供需恢复缓慢，钢价窄幅震荡。

供应方面，随着焦炭提降落地以及铁矿石价格下降后，钢厂利润有所改善，但近期成材表现不佳，部份钢厂自行停产、检修，高炉开工复产节奏缓慢。需求方面，百年建筑发布工地开复工调研数据显示，2月28日-3月5日，全国工地开复工率 62.9%，基本符合预期回升速度，但市场普遍反馈复工进度不是很明显，市政和基建的项目大多在准备复工资料。考虑到目前钢企产量和库存增速有所减缓，部分支撑开始显现，在价格经过连日的下降过后，终端需市场需求和投机需求或有所回升，近期价格跌幅将有望收窄，预计短期内钢价仍将窄幅震荡运行。

- **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：美股整体回落、A股整体回升.....	- 7 -
1.2 贵金属：美国2月失业率超预期回升，金价走高.....	- 8 -
1.3 大宗金属：美元指数回落，基本金属价格有所回升.....	- 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：2月ISM非制造业PMI有所回落，失业率超预期回升.....	- 10 -
2.3 欧洲因素：欧元区2月服务业PMI超预期回升.....	- 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：云南复产消息再起，宏观利多及累库放缓提振铝价.....	- 18 -
4.3 铜：宏观利好助涨铜价，矿端持续偏紧.....	- 26 -
4.4 锌：Seokpo锌冶炼厂减产，内外盘大涨.....	- 29 -
4.5 钢铁：供需恢复缓慢，钢价窄幅震荡.....	- 30 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 33 -
6.风险提示.....	- 33 -

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 CPI 当月同比 (%)	- 9 -
图表 9: 国内 PPI 当月同比 (%)	- 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 ISM 制造业与非制造业 PMI	- 11 -
图表 17: 美国 PMI 分项.....	- 11 -
图表 18: 美国失业率季调 (%)	- 11 -
图表 19: 美国新增非农就业人数及调皮 (万人)	- 11 -
图表 20: 美联储利率政策市场预期.....	- 11 -
图表 21: 美元指数走势图.....	- 11 -
图表 22: 欧元区制造业与服务业 PMI	- 12 -
图表 23: 欧盟 PPI 同比及环比 (%)	- 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)	- 21 -
图表 52: 铝箔开工率 (%)	- 21 -
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)	- 22 -
图表 58: LME 铝期货库存年度对比 (万吨)	- 22 -
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	- 23 -
图表 62: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)	- 23 -
图表 63: 预焙阳极生产成本构成	- 23 -
图表 64: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)	- 23 -
图表 65: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)	- 24 -
图表 66: 石油焦价格 (元/吨)	- 24 -
图表 67: 国内石油焦月度产量 (万吨)	- 25 -
图表 68: 国内未燃烧石油焦进口数量 (万吨)	- 25 -

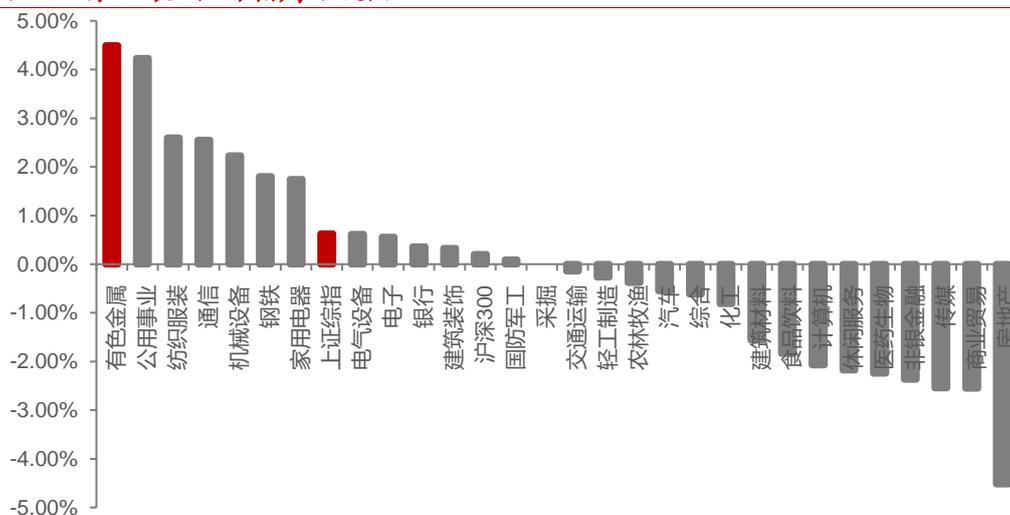
图表 69: 石油焦库存 (万吨)	- 25 -
图表 70: 国内石油焦开工率 (%)	- 25 -
图表 71: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)	- 25 -
图表 72: 铜矿 TC/RC	- 26 -
图表 73: 电解铜周度产量 (万吨)	- 26 -
图表 74: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	- 27 -
图表 75: 精废价差 (不含税)	- 27 -
图表 76: 再生铜杆开工率情况	- 27 -
图表 77: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	- 28 -
图表 78: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)	- 28 -
图表 79: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	- 28 -
图表 80: 电线电缆开工率	- 28 -
图表 81: 国产及进口锌精矿加工费对比	- 29 -
图表 82: 国产锌精矿分地区加工费	- 29 -
图表 83: 国内锌七地库存 (万吨)	- 30 -
图表 84: LME 锌库存变动趋势 (吨)	- 30 -
图表 85: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨)	- 30 -
图表 86: 本周库存波动对比 (万吨)	- 30 -
图表 87: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)	- 31 -
图表 88: 五大品种周度产量合计 (万吨)	- 31 -
图表 89: 历年五大品种社库波动 (万吨)	- 31 -
图表 90: 历年五大品种厂库波动 (万吨)	- 31 -
图表 91: 五大品种总表观消费量 (万吨)	- 31 -
图表 92: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)	- 31 -
图表 93: 钢铁主要生产要素价格一览	- 32 -
图表 94: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 32 -
图表 95: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 32 -
图表 96: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)	- 33 -
图表 97: 中厚板毛利变化 (元/吨)	- 33 -

1. 行情回顾

1.1 股市行情回顾：美股整体回落、A股整体回升

- 周内，美股三大指数整体回落（道指↓0.93%，纳斯达克↓1.17%，标普↓0.26%）。
- 本周A股整体回升：上证指数收于3,046.02点，环比上涨0.63%；深证成指收于9,369.05点，环比下跌0.70%；沪深300收于3,544.91点，环比上涨0.20%；申万有色金属指数收于4,256.20点，环比上涨4.49%，跑赢上证综指3.87个百分点。

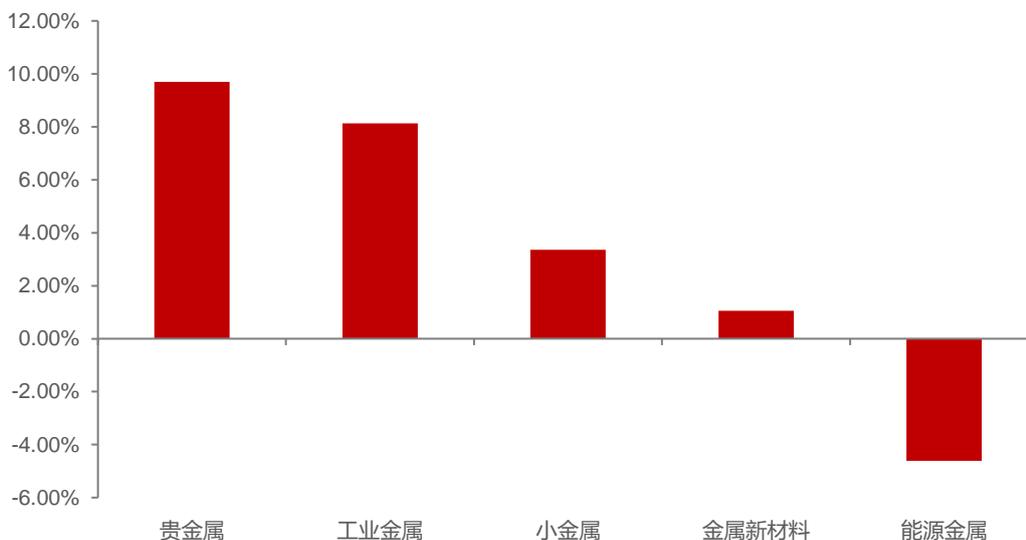
图表1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，贵金属、工业金属、小金属、金属新材料、能源金属的涨跌幅分别为9.70%、8.13%、3.36%、1.06%、-4.61%。

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	2024.03.08 收盘价	2024.03.01 收盘价	周涨跌幅
600961.SH	株冶集团	11.14	9.39	18.6%
000630.SZ	铜陵有色	3.80	3.26	16.6%
601899.SH	紫金矿业	14.89	13.25	12.4%
600547.SH	山东黄金	25.35	22.65	11.9%
601168.SH	西部矿业	18.25	16.35	11.6%
603979.SH	金诚信	48.20	43.32	11.3%
000975.SZ	银泰黄金	16.72	15.24	9.7%
000426.SZ	兴业矿业	9.91	9.04	9.6%
601600.SH	中国铝业	6.66	6.12	8.8%
601069.SH	西部黄金	11.61	10.67	8.8%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 周内有色金属领跌个股

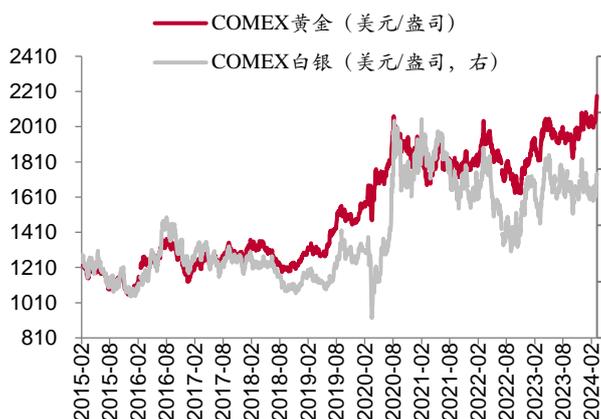
证券代码	证券名称	2024.03.08 收盘价	2024.03.01 收盘价	周涨跌幅
002756.SZ	永兴材料	50.23	54.41	-7.7%
002466.SZ	天齐锂业	50.10	53.80	-6.9%
600338.SH	西藏珠峰	10.09	10.82	-6.7%
688388.SH	嘉元科技	15.62	16.72	-6.6%
002460.SZ	赣锋锂业	37.76	40.16	-6.0%
002240.SZ	盛新锂能	20.94	22.02	-4.9%
300390.SZ	天华超净	21.59	22.70	-4.9%
603399.SH	吉翔股份	7.51	7.88	-4.7%
002497.SZ	雅化集团	10.85	11.36	-4.5%
002806.SZ	华锋股份	8.30	8.67	-4.3%

来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 美国 2 月失业率超预期回升, 金价走高

- 周内, 2 月 ISM 非制造业 PMI 有所回落, 美联储重申不急于降息, 并且补充降息需要“谨慎而深思熟虑”, 但随后鲍威尔对降息的暗示令美元走跌, 且美国 2 月失业率超预期回升, 贵金属价格有所回升。截至 3 月 8 日, COMEX 黄金收于 2185.50 美元/盎司, 环比上涨 4.28%; COMEX 白银收于 24.55 美元/盎司, 环比上涨 5.07%; SHFE 黄金收于 506.28 元/克, 环比上涨 4.65%; SHFE 白银收于 6163 元/千克, 环比上涨 4.21%。

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: 美元指数回落, 基本金属价格有所回升

- 周内, 美联储虽然重申不急于降息, 但鲍威尔释放鸽派言论, 叠加美国一系列经济数据不及预期, 美元指数走弱, 基本金属价格有所回升。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为 0.5%、0.0%、3.0%、3.7%、4.6%、1.3%, 价格整体上涨。

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	8568	6082	0.5%	-12.2%	40.9%	83.8%
	SHFE	69950	48020	1.5%	-0.6%	45.7%	
铝	LME	2236	1794	0.0%	-20.5%	24.6%	74.7%
	SHFE	19200	14100	1.2%	-5.8%	36.2%	
铅	LME	2100	1988	3.0%	-8.3%	5.6%	63.3%
	SHFE	16220	14850	1.6%	6.0%	9.2%	
锌	LME	2523	2373	3.7%	-28.7%	6.3%	82.1%
	SHFE	21315	18160	3.5%	-11.6%	17.4%	
锡	LME	27625	17200	4.6%	-29.1%	60.6%	95.2%
	SHFE	222640	137340	2.1%	-24.8%	62.1%	
镍	LME	17990	13375	1.3%	-13.1%	34.5%	55.2%
	SHFE	138480	105850	1.0%	-8.9%	30.8%	

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。

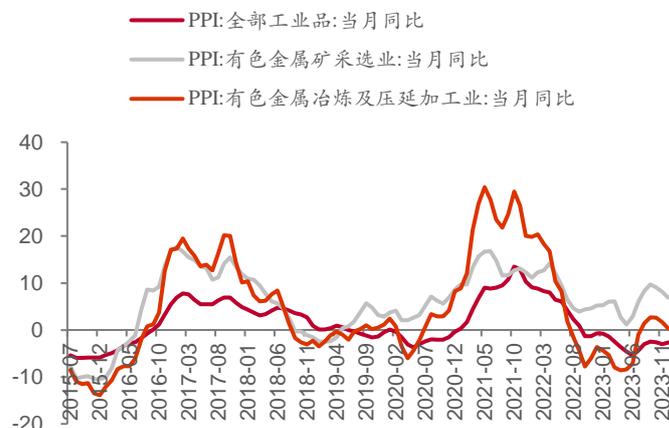
2.宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素: 经济复苏动能仍有待进一步提升

- 国内 2 月 CPI 同比超预期回升。** 本周披露国内 2 月 CPI 同比为 0.7% (前值-0.8%, 预期 0.34%); 2 月 PPI 同比为-2.7% (前值-2.5%, 预期 -2.47%); 2 月外汇储备为 32,258.17 亿美元 (前值 32,193.20 亿美元), 官方储备资产为 34,375.07 亿美元 (前值 34,310.70 亿美元), 黄金储备为 7,258 万盎司 (前值 7,219 万盎司)。

图表 8: 国内 CPI 当月同比 (%)

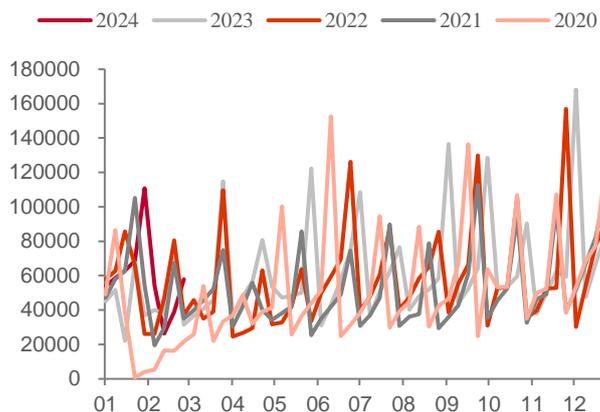

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 国内 PPI 当月同比 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

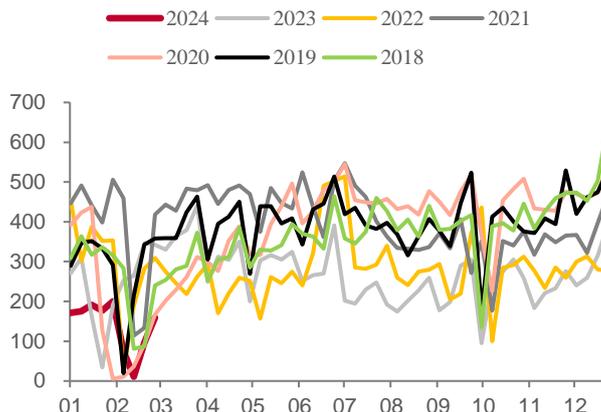
- 国内高频数据跟踪: 汽车消费回升、地产继续承压、出口改善**
 消费端: 汽车消费回升, 周内乘用车日均销量 57845 辆, 环比+48.85%;
 投资端: 地产数据继续承压, 但低基数导致有所回升, 本周国内 30 大中城市商品房成交面积 159.14 万平方米, 环比+64.25%; 生产端: 石油沥青开工率为 26.90%, 环比+1.60pcts, 高炉开工率为 75.62%, 环比+0.45pcts, 和往年同期相比处于偏低水平; 出口端: 美国 2 月 Markit 制造业 PMI 为 51.5, 环比+0.8, 12 月国内出口金额当月同比 2.3% (前值 0.5%, 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)



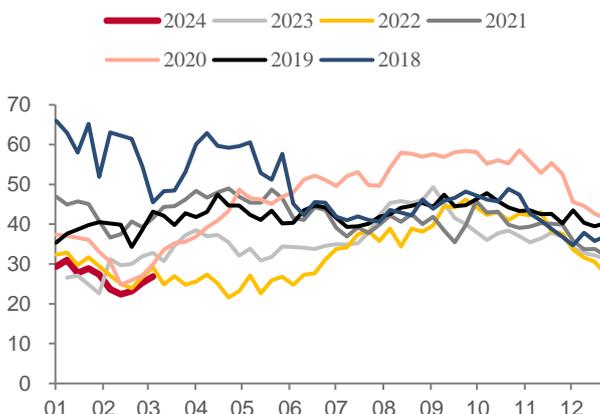
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



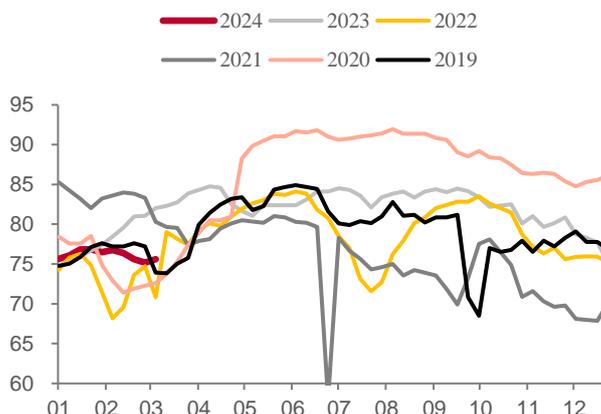
来源: Wind, 中泰证券研究所

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 (%)



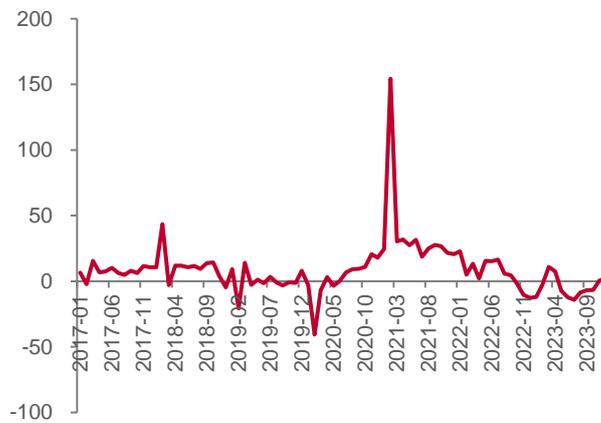
来源: Wind, 中泰证券研究所

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 (%)

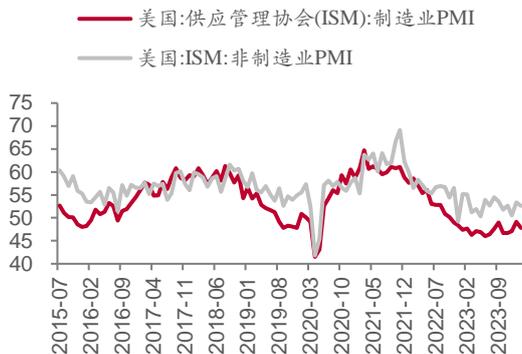


来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2 美国因素: 2 月 ISM 非制造业 PMI 有所回落, 失业率超预期回升

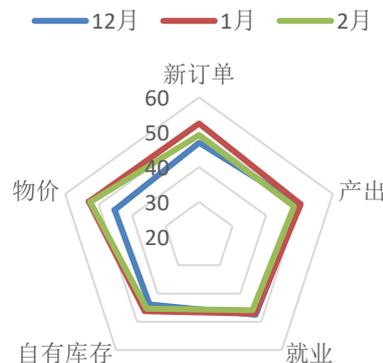
- **美国 2 月 ISM 非制造业 PMI 有所回落。**本周披露美国 2 月 ISM 非制造业 PMI 为 52.6（前值 53.4），2 月 Markit 服务业 PMI 商务活动季调为 52.3（前值 52.5，预期 52.0）；1 月耐用品新增订单季调环比为-6.16%（前值-0.33%），全部制造业新增订单季调环比为-3.64%（前值-0.33%）。

图表 16: 美国 ISM 制造业与非制造业 PMI



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 美国 PMI 分项



来源: Wind, 中泰证券研究所

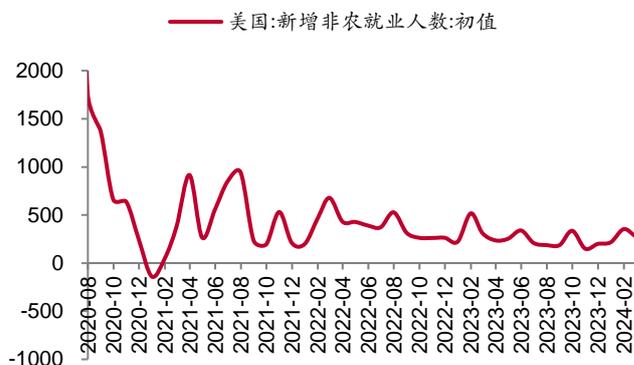
- **美国 2 月失业率超预期回升。**本周披露美国 2 月新增非农就业人数季调为 27.5 万人（前值 22.9 万人，预期 19.0 万人），2 月失业率季调为 3.9%（前值 3.7%，预期 3.7%）。

图表 18: 美国失业率季调 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 美国新增非农就业人数及调皮 (万人)



来源: Wind, 中泰证券研究所

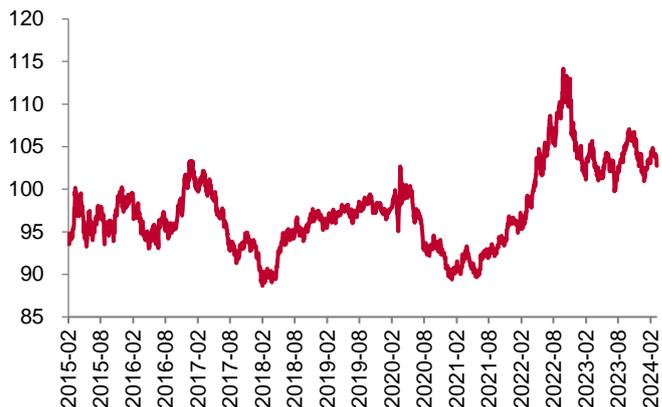
- **美联储公布 FOMC 会议纪要。**美联储会议纪要显示，多数美联储官员认为，政策利率可能处于峰值，在更有信心通胀会达标前，不适合降息；大多数官员强调不确定高利率持续多久、强调以评估数据判断降通胀进展的重要性，两名官员指出长期紧缩带来经济下行风险。“新美联储通讯社”称，大多数联储官员担心的是过早降息和价格压力根深蒂固，而不是高利率保持过久。

图表 20: 美联储利率政策市场预期

图表 21: 美元指数走势图

MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	23.2%	75.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	15.4%	57.4%	26.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	10.7%	44.1%	36.4%	8.5%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	9.0%	38.7%	37.7%	12.9%	1.4%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.2%	5.3%	26.1%	38.1%	23.5%	6.3%	0.6%
2024/12/18	0.0%	0.1%	4.1%	21.2%	35.3%	26.9%	10.3%	1.9%	0.1%
2025/1/29	0.1%	2.6%	14.7%	29.9%	30.1%	16.6%	5.1%	0.8%	0.1%
2025/3/12	1.1%	7.5%	20.8%	30.0%	24.7%	12.0%	3.4%	0.5%	0.0%

来源：CME，中泰证券研究所，注：截至 2024 年 03 月 09 日



来源：Wind，中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：欧元区 2 月服务业 PMI 超预期回升

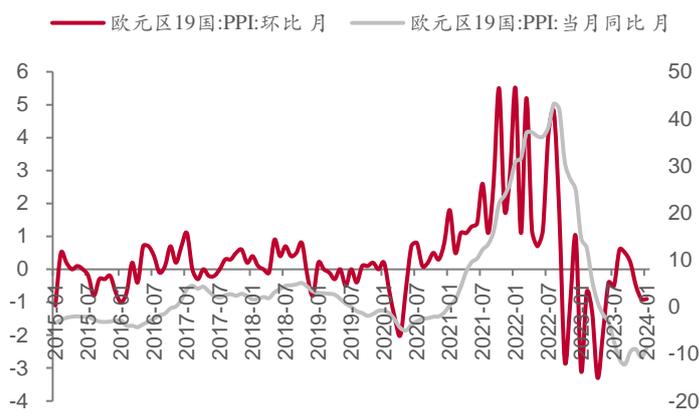
- 欧元区 2 月服务业 PMI 超预期回升。本周披露欧元区 2 月服务业 PMI 为 50.2（前值 48.4，预期 50.0）；1 月欧元区 PPI 同比为 -8.6%（前值 -10.7%），环比为 -0.9%（前值 -0.9%，预期 -0.1%）。

图表 22：欧元区制造业与服务业 PMI

图表 23：欧盟 PPI 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。

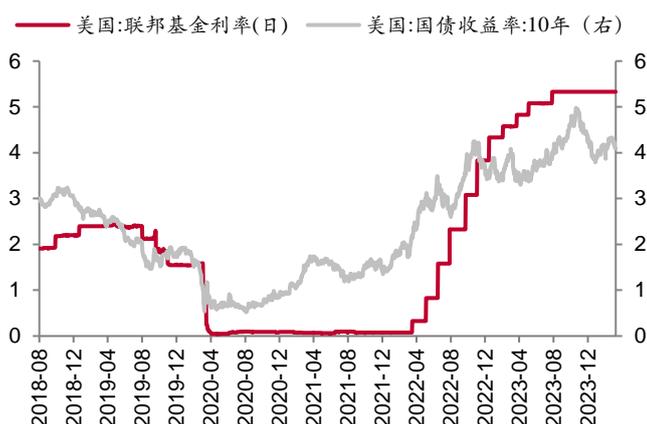
图表 24: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 截至 3 月 8 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 2.28%, 10 年期国债实际收益率环比回落至 1.81%; 截至 3 月 8 日, COMEX 黄金收于 2185.50 美元/盎司, 环比上涨 4.28%; COMEX 白银收于 24.55 美元/盎司, 环比上涨 5.07%; SHFE 黄金收于 506.28 元/克, 环比上涨 4.65%; SHFE 白银收于 6163 元/千克, 环比上涨 4.21%。

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

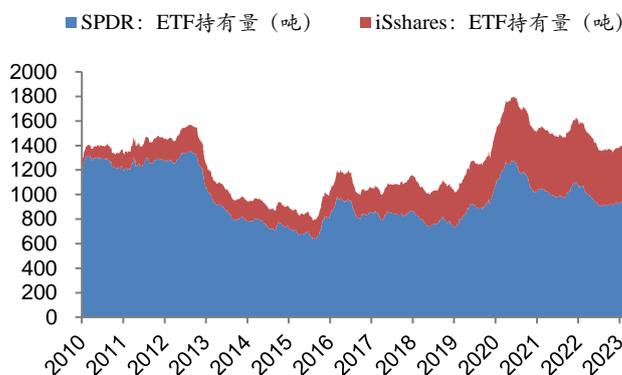


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 净多头结构延续

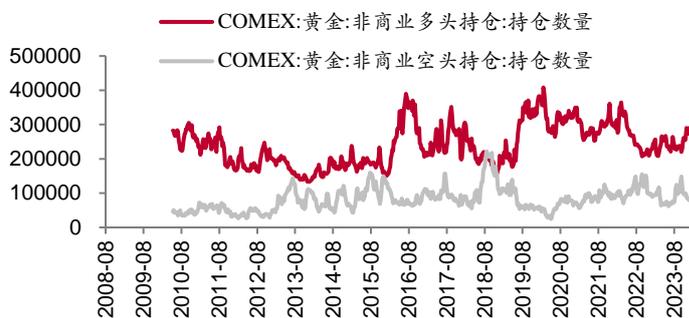
- **黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 净多头结构延续。**截至 3 月 8 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,203.25 吨, 环比减少 8.75 吨。截至 3 月 5 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回升至 26.41 万张附近 (前值 21.49 万张), 同时非商业空头持仓回落至 7.29 万张附近 (前值 7.33 万张附近), 净多头持仓量回升至 19.13 万张 (前值 14.16 万张)。

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)

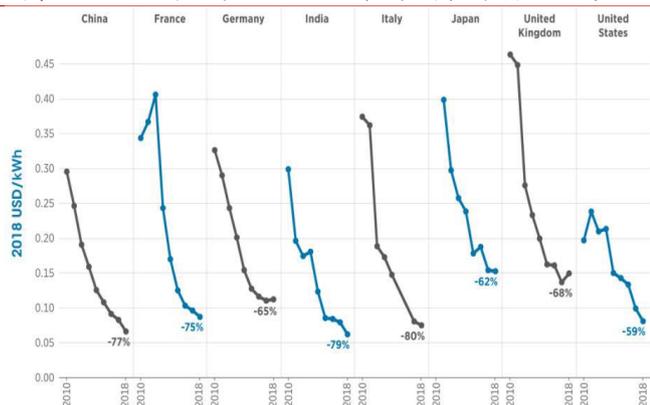


来源: Wind, 中泰证券研究所

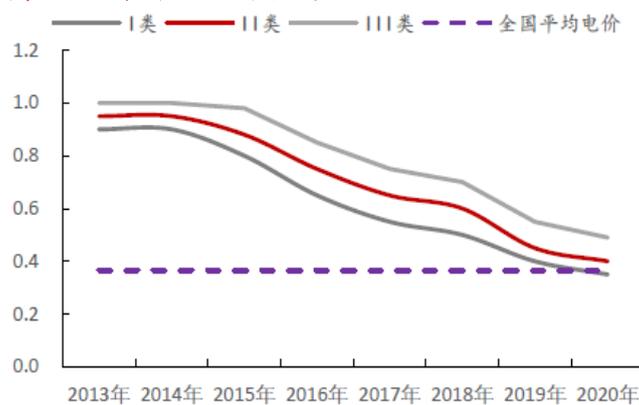
3.3 光伏产业链步入景气周期, 白银有望开启黄金时代

- **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

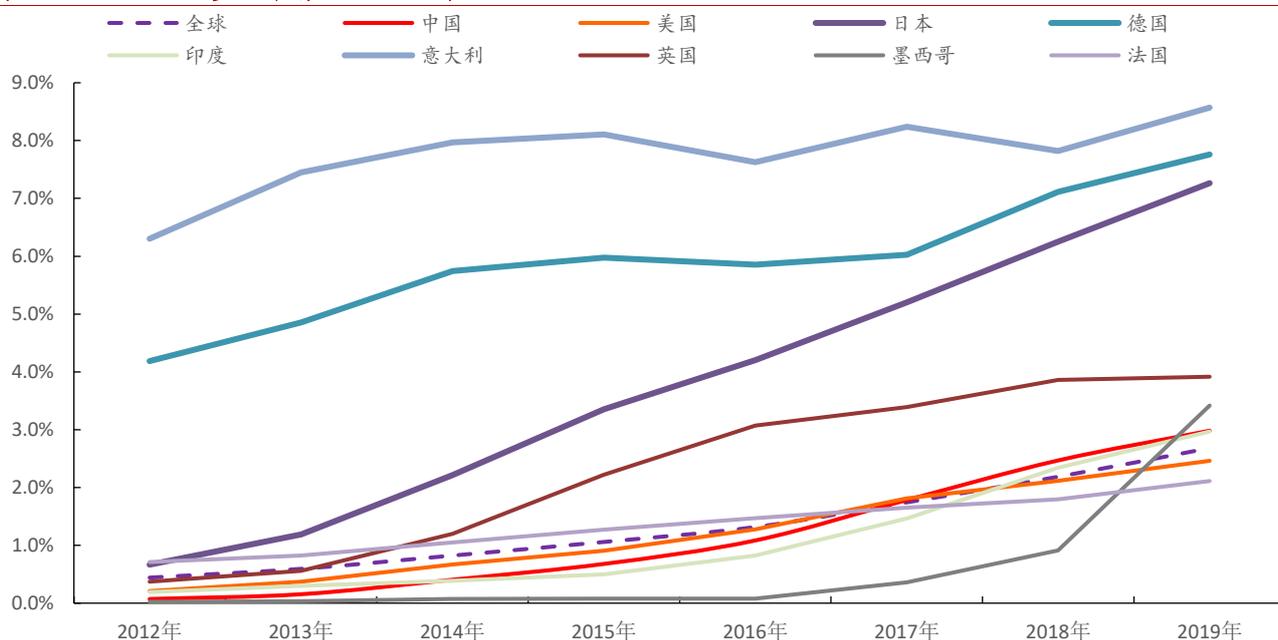
降低效果明显，表现为硅料、非硅成本持续降低，电池效率不断提升，以国内为例，2018年单位光伏发电量对应的成本相比2010年降低77%，度电成本已靠近国内火电的平均发电成本，平价上网在部分地区已接近现实，光伏电池目前已经成为可再生能源领域的主要选择，截至2019年底，全球累计装机容量超过600GW，其中去年新增116GW创纪录，2011-2019年全球光伏安装量年均复合增速达18.29%，但目前光伏发电的渗透率仍然较低，2019年全球光伏发电量占比仅2.7%，国内占比3%，随着平价时代到来以及光伏发电成本的进一步降低，光伏发电的渗透率也将进一步提升，未来具备广阔成长空间。

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 3 月 6 日，当前金银比 90.05，环比回落 0.90。

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“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 (%)



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	会议认为, 一季度国内生产总值同比增长4.5%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长4.8%, 服务业增加值同比增长4.2%。会议认为, 一季度国内生产总值同比增长4.5%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长4.8%, 服务业增加值同比增长4.2%。
2023/9/23	中央政治局会议	会议认为, 上半年国内生产总值同比增长4.5%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长4.8%, 服务业增加值同比增长4.2%。会议认为, 上半年国内生产总值同比增长4.5%, 符合预期。其中, 制造业增加值同比增长4.8%, 服务业增加值同比增长4.2%。
2023/9/24	央行	央行在季度工作会议上表示, 将保持流动性合理充裕, 支持实体经济高质量发展。央行在季度工作会议上表示, 将保持流动性合理充裕, 支持实体经济高质量发展。
2023/10/25	国新办	国新办举行新闻发布会, 介绍中央经济工作会议有关情况。国新办举行新闻发布会, 介绍中央经济工作会议有关情况。
2023/11/5	国家京昆委	国家京昆委在京召开工作会议, 强调要深入贯彻落实党的二十大精神, 推动京昆两地经济社会高质量发展。国家京昆委在京召开工作会议, 强调要深入贯彻落实党的二十大精神, 推动京昆两地经济社会高质量发展。
2023/11/23	十三届全国政协经济委员会	十三届全国政协经济委员会在京召开工作会议, 强调要深入贯彻落实党的二十大精神, 推动政协经济工作高质量发展。十三届全国政协经济委员会在京召开工作会议, 强调要深入贯彻落实党的二十大精神, 推动政协经济工作高质量发展。
2023/12/12	中央经济工作会议	中央经济工作会议在北京举行, 总结2023年经济工作, 部署2024年经济工作。中央经济工作会议在北京举行, 总结2023年经济工作, 部署2024年经济工作。

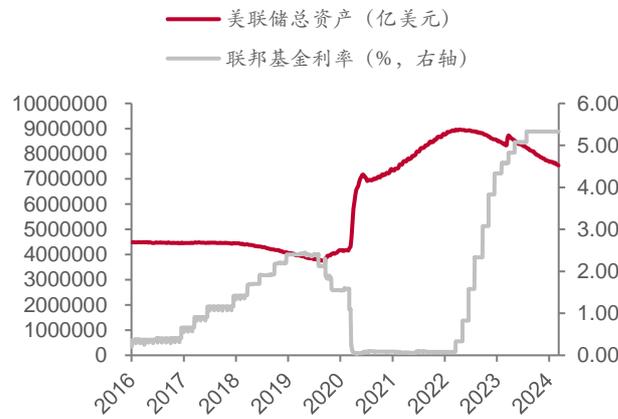
来源：Wind，中泰证券研究所

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 (%)

图表 41：美联储加息已至尾声

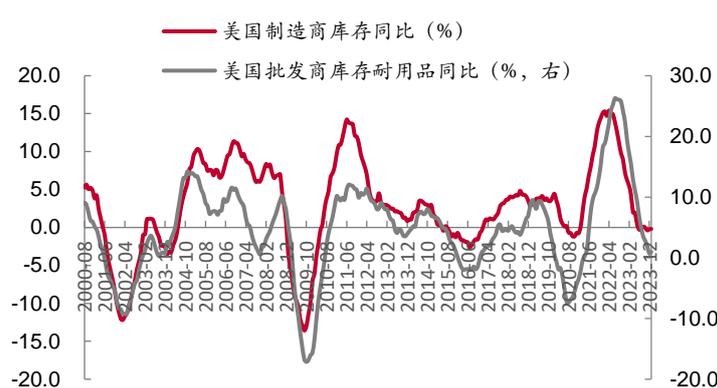


来源：Wind，中泰证券研究所

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

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

来源：Wind，中泰证券研究所

4.2 铝：云南复产消息再起，宏观利多及累库放缓提振铝价

- **电解铝供给稳定。**本周电解铝行业供应持稳，但市场又传出云南复产消息。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 3 月 7 日，2024 年中国电解铝总复产规模 161 万吨，已复产 0 万吨，待复产 161 万吨，预期年内还可复产 156.5 万吨，预期年内最终实现复产累计 156.5 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	2	2
贵州	安顺市铝业有限公司	13.5	0	2024 年四季度	13.5	13.5	13.5
山西	山西兆丰铝电有限责任公司	4.5	0	待定	4.5		
四川	眉山市博眉启明星铝业有限公司	2.5	0	2024 年一季度	2.5	2.5	2.5

四川	四川启明星铝业有限责任公司	12.5	0	2024 年一季度	12.5	12.5	12.5
四川	阿坝铝厂	2.5	0	2024 年一季度	2.5	2.5	2.5
云南	云铝集团	61	0	2024 年二季度	61	61	61
云南	云南神火铝业有限公司	36	0	2024 年二季度	36	36	36
云南	云南宏泰新型材料有限公司	10	0	2023 年二季度	10	10	10
云南	云南其亚金属有限公司	16.5	0	2024 年二季度	16.5	16.5	16.5
	总计	161	0		161	156.5	156.5

资料来源：百川、中泰证券研究所

- **无新增投产产能。**截至 2024 年 3 月 7 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。

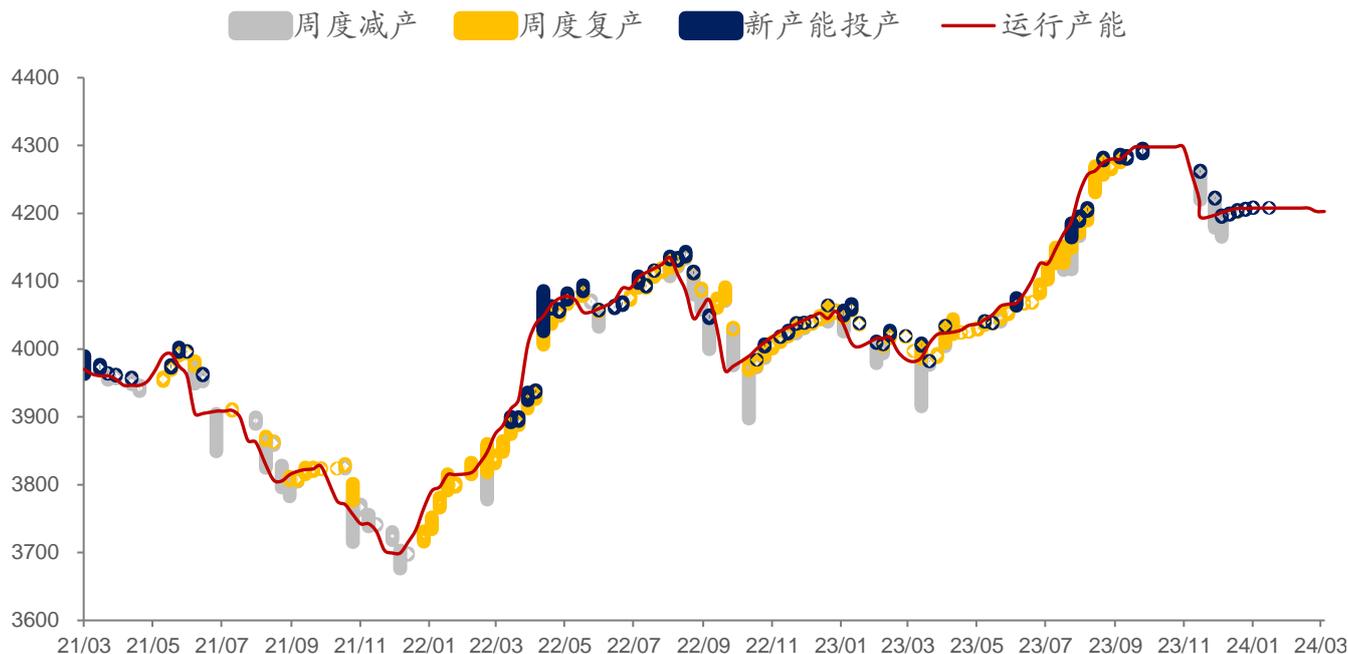
图表 45：电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况（单位：万吨）

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		2024 年末			
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		2024 年年末			
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		
	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 3 月 7 日，国内电解铝运行产能达 4202.8 万吨。

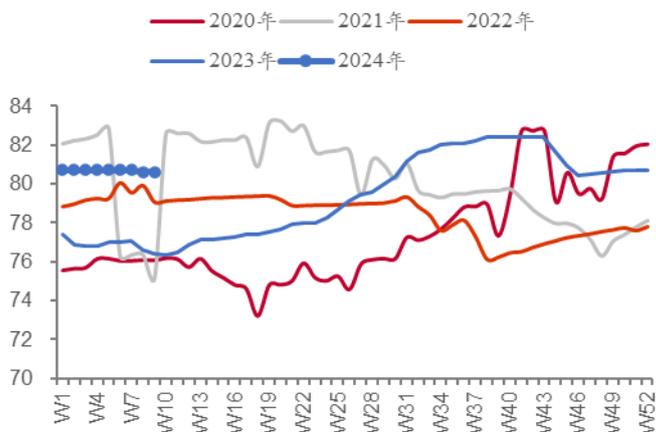
图表 46：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）



来源：百川、中泰证券研究所

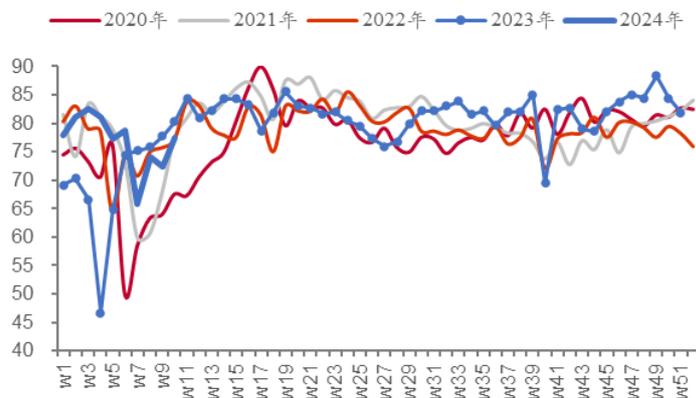
■ 供应产量下降。根据百川，本周电解铝产量 80.62 万吨，环比持平。

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）

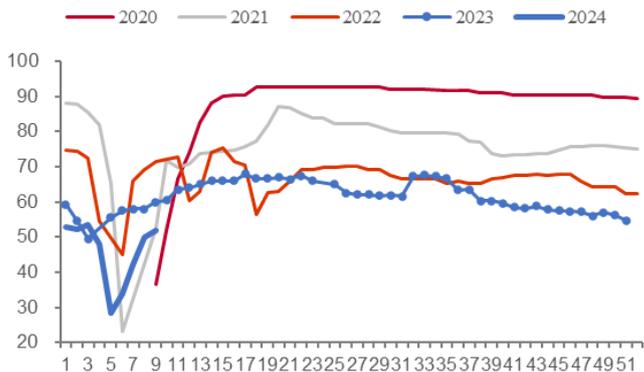


来源：百川，中泰证券研究所

■ 铝加工板块开工率环比上升：截止 2024 年 3 月 8 日，铝加工企业平均开工率为 61.3%，环比上升 1.1PCT，同比下降 2.9PCT。

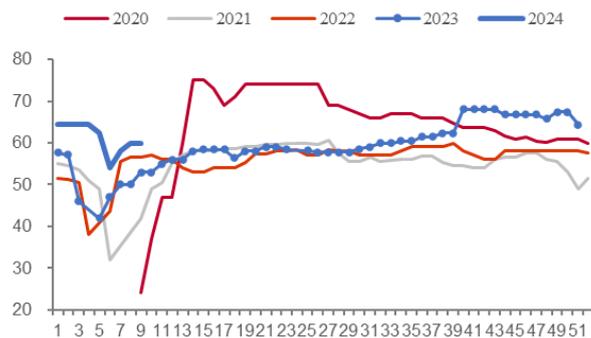
图表 49：铝型材开工率（%）

图表 50：铝线缆开工率（%）



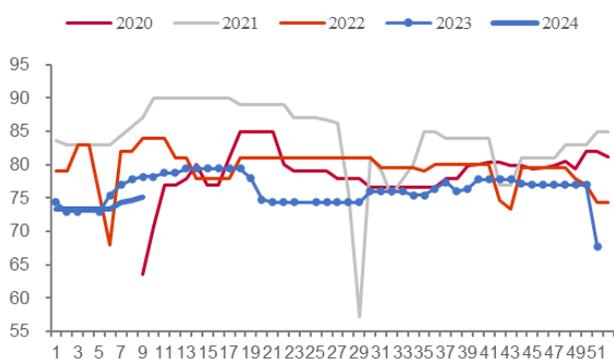
来源：百川，中泰证券研究所

图表 51: 铝板带开工率 (万吨)

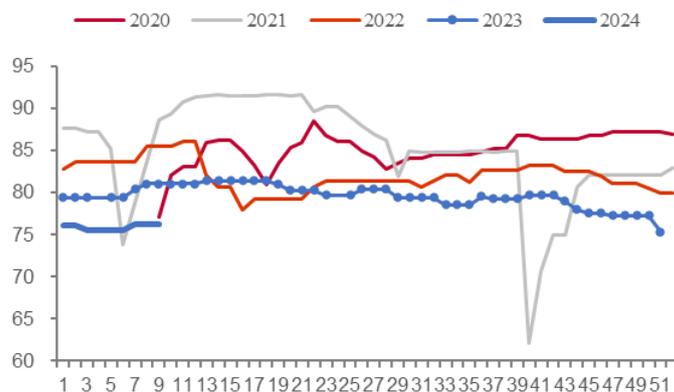


来源：百川，中泰证券研究所

图表 52: 铝箔开工率 (%)



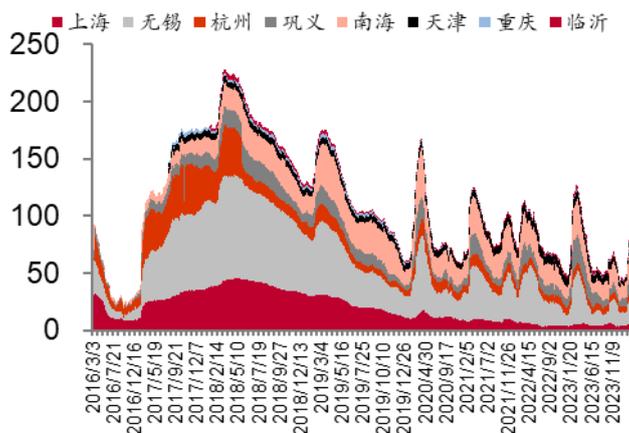
来源：百川，中泰证券研究所



来源：百川，中泰证券研究所

■ **铝锭库存环比上升**: 2024年3月7日, SMM统计国内电解铝锭社会库存 82.1万吨, 环比上升 3.2万吨。海外方面, 截至3月8日, LME铝库存 58.2515万吨, 环比下降 0.446万吨。

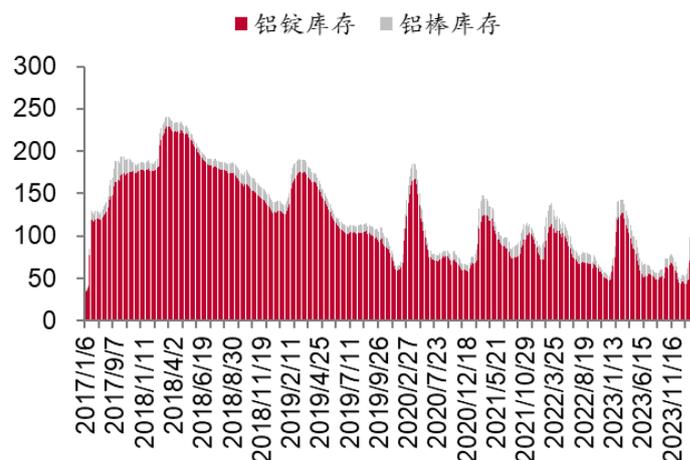
图表 53: 国内电解铝社会库存走势 (万吨)



来源：SMM，中泰证券研究所

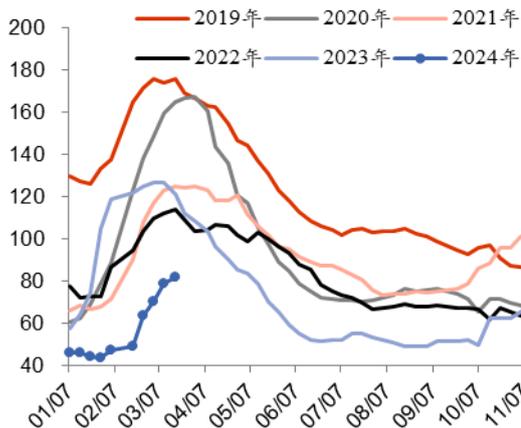
图表 55: 国内电解铝年度社会库存走势对比 (万吨)

图表 54: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)

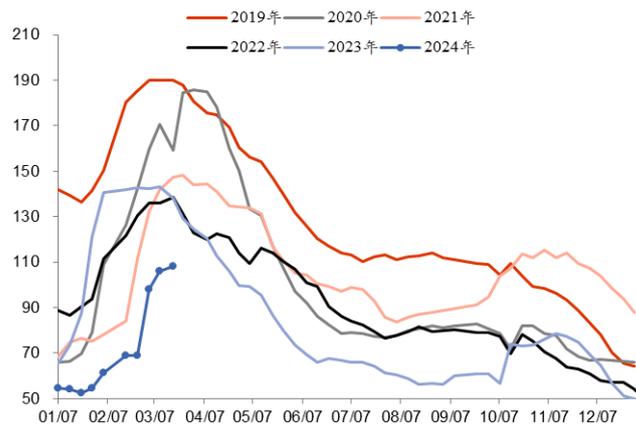


来源：SMM，中泰证券研究所

图表 56: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



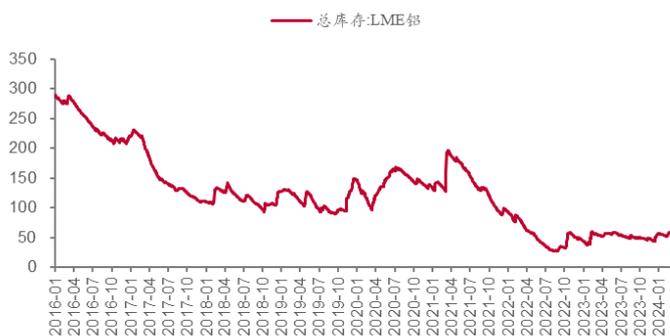
来源：SMM，中泰证券研究所



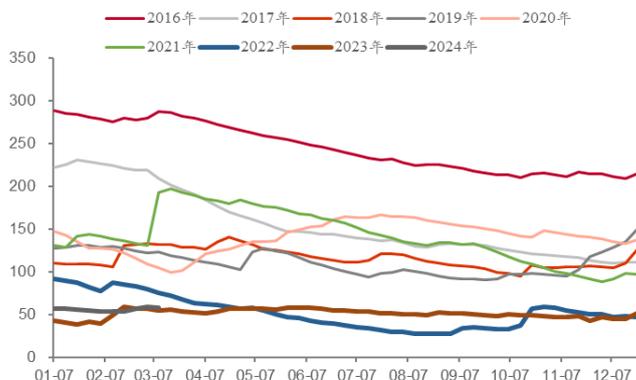
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 57：LME 铝期货库存变动（万吨）

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



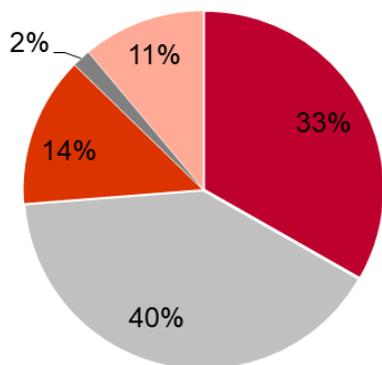
来源：Wind，中泰证券研究所

- **即时盈利走阔。**截至 3 月 8 日，氧化铝价格 3334 元/吨，环比下降 0.54%，氧化铝成本 3003 元/吨，环比上升 0.26%，吨毛利 331 元/吨，环比下降 26 元/吨。预焙阳极方面，周内均价 4533/吨，环比持平；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4523 元/吨，环比下降 0.05%，周内平均吨毛利 9 元/吨，环比上升 32.88%；不虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4702 元/吨，环比上升 0.97%，周内平均吨毛利-169 元/吨，环比下降 40.28%。除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 16615 元/吨，环比下降 0.33%，长江现货铝价 19180 元/吨，环比上升 1.16%，吨铝盈利 1703 元，环比上升 12.03%。具体走势如下：

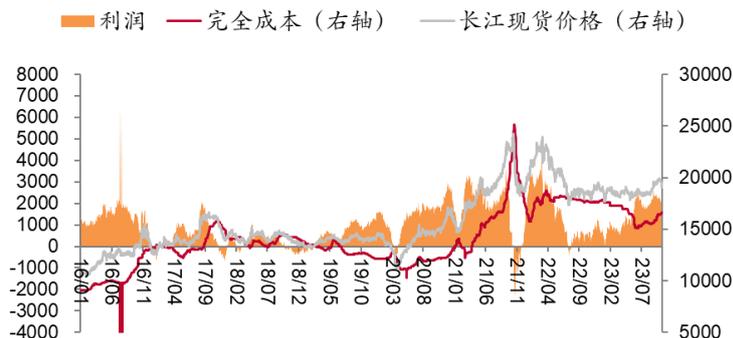
图表 59：电解铝的完全成本构成

图表 60：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

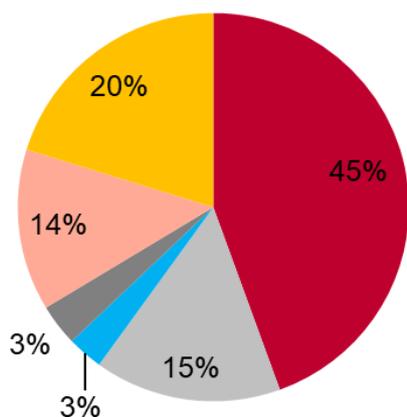


来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

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

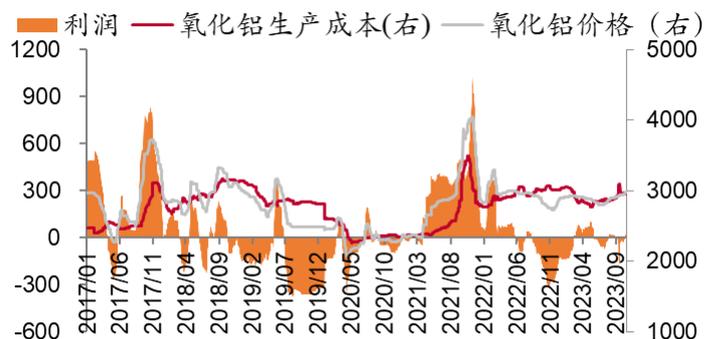
图表 61: 氧化铝生产成本构成

■ 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)

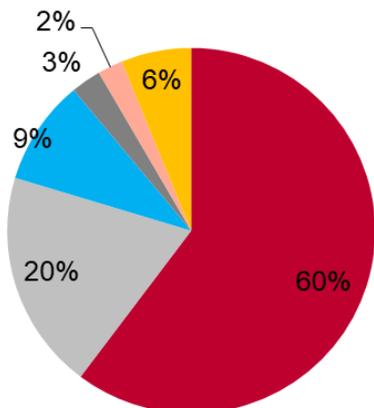


来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 63: 预焙阳极生产成本构成

图表 64: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)

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

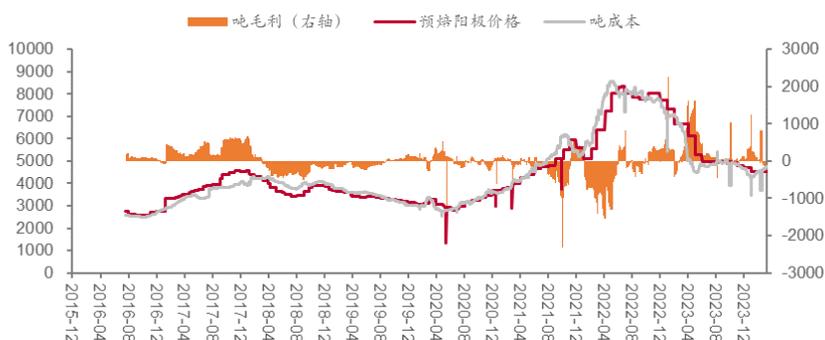


来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所



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

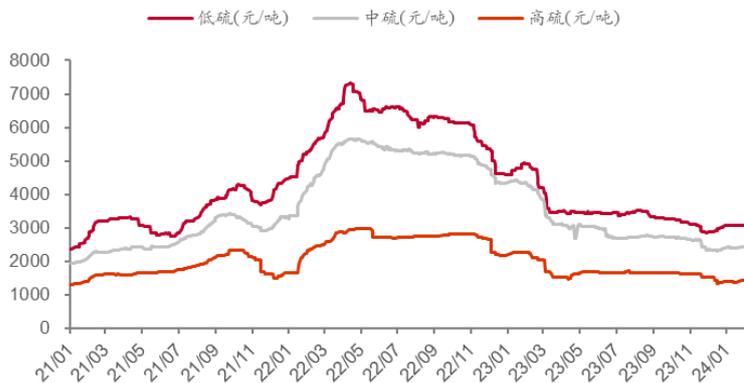
图表 65: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)



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

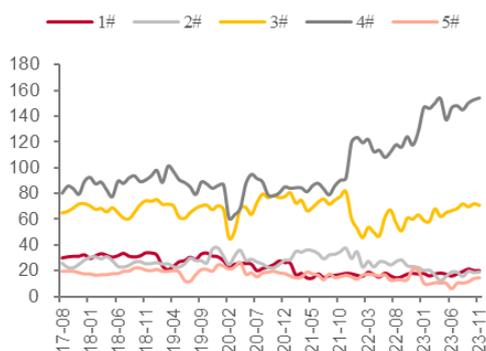
- **高中低硫石油焦价格环比上升。**截止 3 月 8 日, 低硫石油焦价格为 3098.69 元/吨, 周环比上升 0.5%, 同比下降 34.92%。中硫石油焦价格 2445.31 元/吨, 周环比上升 0.3%, 同比下降 41.08%。高硫石油焦价格为 1489.23 元/吨, 周环比上升 4.5%, 同比下降 29.08%。

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%。

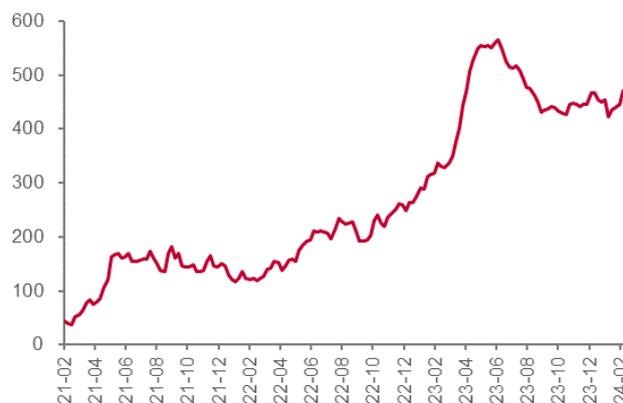
图表 67: 国内石油焦月度产量 (万吨)


来源: 百川、中泰证券研究所

图表 68: 国内未煅烧石油焦进口数量 (万吨)


来源: Wind、中泰证券研究所

- 石油焦库存环比上升。**截至3月8日，石油焦库存总量470.88万吨，同比上升42.56%，环比上升0.11%。

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3月8日，国内石油焦开工率为70.04%，环比下降2.99%。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 (%)
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

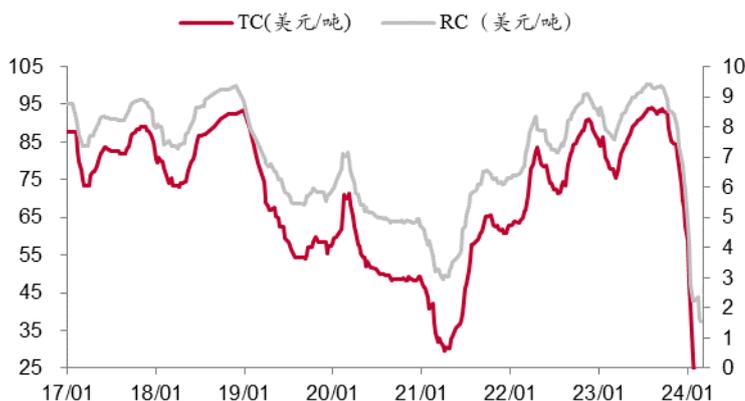


来源：钢联、中泰证券研究所

4.3 铜：宏观利好助涨铜价，矿端持续偏紧

- **矿端偏紧格局不改。**铜精矿现货成交冷清，矿端基本面紧张格局不改，3月8日SMM进口铜精矿指数（周）报15.29美元/吨，较上一期的16.41美元/吨减少1.12美元/吨。原料端紧张令部分冶炼厂减少投料，后市随着电解铜需求逐渐恢复，其供应将趋紧。

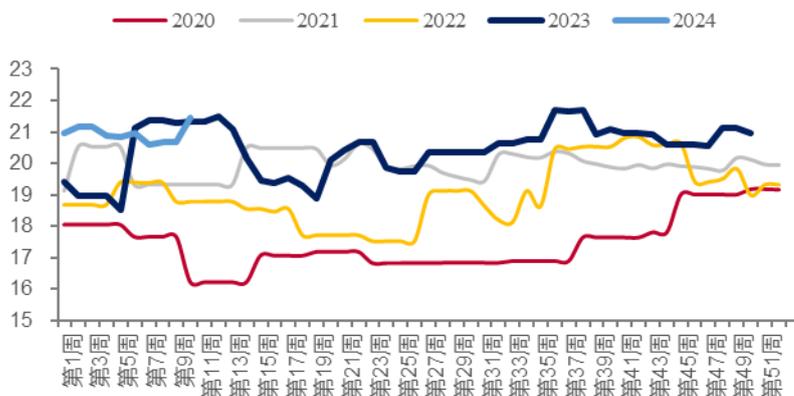
图表 72：铜矿 TC/RC



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21.43万吨，环比上升3.67%。**

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
葫芦岛宏跃北方铜业	10	15	2024 年 1 月	2024 年 2 月	粗炼	18 天		
广西南国铜业有限责任公司 (一期)	30	30	2023 年 11 月	不详	粗炼			
赤峰富邦铜业有限责任公司	6	0	2024 年 3 月	2024 年 6 月	粗炼	90 天		
青海铜业责任有限公司	10	15	2024 年 4 月	2024 年 5 月	粗炼	30 天		
阳新弘盛铜业有限公司	40	40	2024 年 4 月初	2024 年 5 月初	粗炼	30 天		
中原黄金冶炼厂	35	40	2024 年 3 月 20 日	2024 年 4 月 25 日	粗炼	35-40 天	1.50	
五矿铜业(湖南)有限公司	10	10	2024 年 3 月底	2024 年 4 月底	粗炼	30 天		
营口盛海化工有限公司	10	0	2024 年 4 月	2024 年 5 月	粗炼	25 天		
山东中金岭南铜业有限责任公司 (三厂)	25	40	2024 年 4 月	2024 年 5 月	粗炼	30 天		
恒邦股份	10	15	2024 年 4 月	2024 年 5 月	粗炼	30 天		
铜陵有色金属集团股份有限公司金冠铜业分公司 (双闪)	48	40	2024 年 5 月	2024 年 5 月	粗炼	25-30 天		
阳谷建发铜业有限公司	40	50	2024 年 5 月	2024 年 6 月	粗炼	50-55 天		
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15 (新线)	20 (新线)	2024 年 5 月下旬	2024 年 7 月	粗炼	55 天		
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	20	2024 年 5 月	2024 年 6 月	粗炼	45 天		
赤峰金通铜业有限公司	30	25	2024 年 5 月底	2024 年 6 月下旬	粗炼	20-25 天		
国投金城冶金有限责任公司	10	10	2024 年 6 月	2024 年 6 月	粗炼	20 天左右		
包头华鼎铜业发展有限公司	10	3	2024 年 6 月	2024 年 6 月	粗炼	25 天		
楚雄滇中有色金属有限责任公司	15	0	2024 年 7 月上旬	2024 年 8 月	粗炼	25 天左右		
赤峰云铜有色金属有限公司	40	40	2024 年 8 月	2024 年 9 月	粗炼	轮休		
飞尚铜业有限公司	10	0	2024 年 9 月	2024 年 9 月	粗炼	5-10 天		
江铜国兴 (烟台) 铜业有限公司	24	24	2024 年 9 月	2024 年 10 月	粗炼	45 天		
豫光金铅	10	15	2024 年 10 月	2024 年 10 月	粗炼	20 天		
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15 (老线)	15 (老线)	2024 年 10 月底	2024 年 11 月	粗炼	35 天		
中条山有色金属集团有限公司 (垣曲)	13	13	2024 年 10 月	2024 年 11 月	粗炼	30 天		
江西铜业 (本部)	55	100	2024 年 10 月底	2024 年 11 月	粗炼	35 天		
紫金铜业有限公司	25	40	2024 年 11 月	2024 年 11 月	粗炼	15 天		
恒邦股份	10	10	2024 年 10 月	2024 年 11 月	粗炼	30 天		
中铜东南铜业有限公司	40	40	2024 年 12 月	2025 年 1 月	粗炼	45 天		
昆鹏铜业有限责任公司	10	0	2024 年 12 月	2025 年 1 月中	粗炼	30 天		

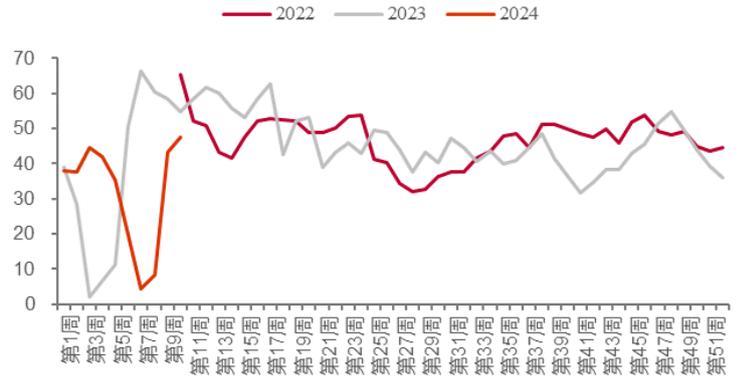
资料来源: SMM、中泰证券研究所

- 废铜: 再生铜原料供应紧张 价格出现跟涨不跟跌。**本周再生铜原料由于供应量无法得到改善, 价格呈现“跟涨不跟跌”行情, 个别再生铜杆厂每日采购量仅能满足当日生产需要, 绝大部分再生铜杆厂原料水平可维持持续开工 2-3 天。

图表 75: 精废价差 (不含税)
图表 76: 再生铜杆开工率情况



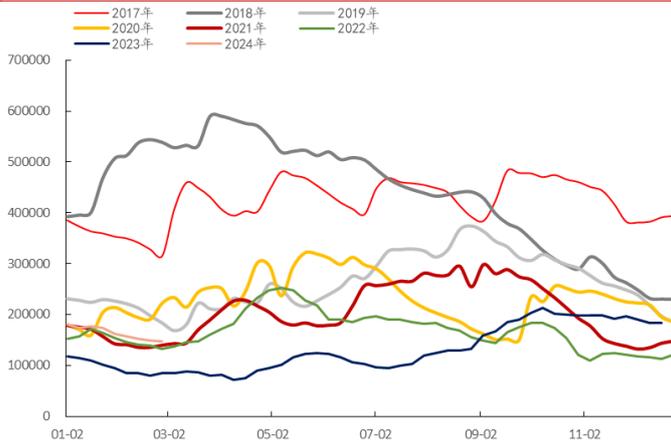
来源: SMM, 中泰证券研究所



来源: SMM, 中泰证券研究所

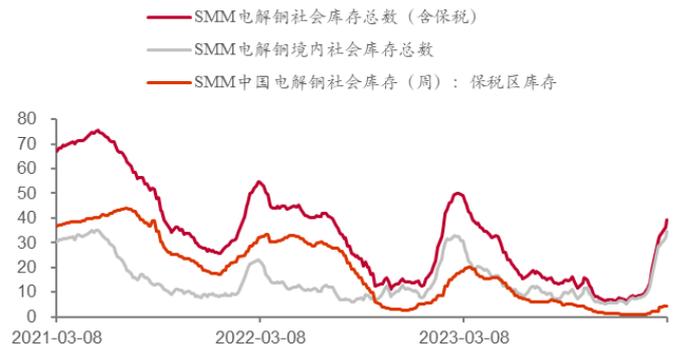
- **库存变化: 社会库存方面**, 截至3月7日, 国内社会库存 34.78 万吨, 环比上升 4.21 万吨。**海外库存 (期货) 方面**, 截止 3 月 8 日, LME+COMEX 铜库存量 14.08 万吨, 环比下降 6.79 万吨。

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: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)

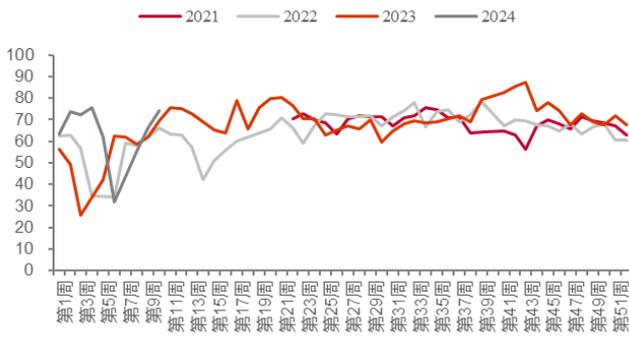


来源: SMM, 中泰证券研究所

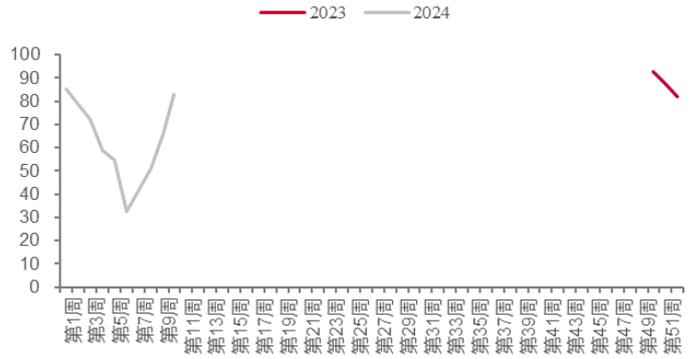
- **精铜杆消费复苏节奏低于预期 预计下周开工率掉头下降**。电线电缆方面, 本周铜线缆企业基本恢复正常开工状态, 铜线缆企业开工率为 82.68%, 环比增长 17.39%, 超过预期 11.11 个百分点。整体来看, 当前铜线缆行业需求弱于往年同期, 尤其是建筑工程类订单减少较为明显。漆包线方面, 本周漆包线行业订单略有增长, 当前正处于行业传统旺季阶段, 下游多类订单本应较为充足, 但从实际情况来看, 当前订单增量未能达到企业预期, 多家企业表示下游需求增长缓慢。

图表 79: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)

图表 80: 电线电缆开工率



来源：SMM，中泰证券研究所

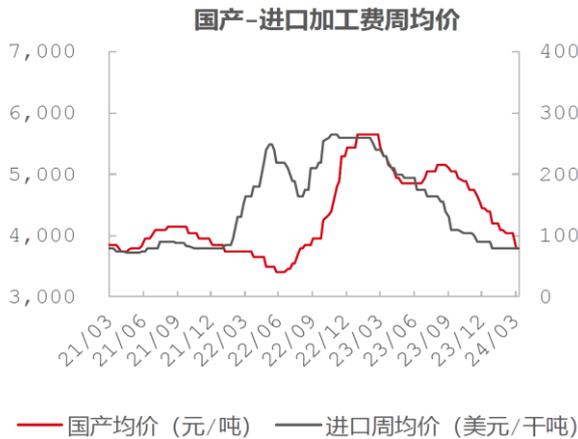


来源：SMM，中泰证券研究所

4.4 锌：Seokpo 锌冶炼厂减产，内外盘大涨

- 本周加工费低位运行，连云港库存下降至 10 万吨左右，且 2 月冶炼厂原料库存降低至 21.36 天，而国内矿山季节性减产尚未结束，这就造成冶炼厂原料库存压力增加，部分冶炼厂抢购港口货，港口进口锌锭成交价已有 3600 元/金属吨，关注后续到港情况。

图表 81：国产及进口锌精矿加工费对比



来源：SMM，中泰证券研究所

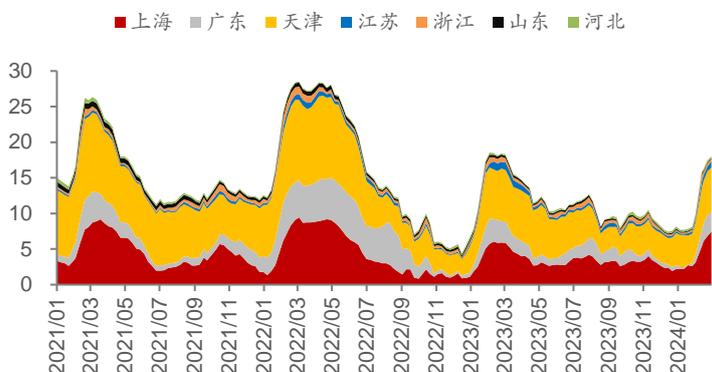
图表 82：国产锌精矿分地区加工费

	2024/02/23	2024/03/01	2024/03/08	单位
国产（周）	4050	3800	3800	元/金属吨
进口（周）	80.0	80.0	80.0	美元/千吨
内蒙古	4150	3900	3900	元/金属吨
云南	4000	3750	3750	元/金属吨
湖南	4150	4050	4050	元/金属吨
广西	4050	3900	3900	元/金属吨
陕西	3900	3700	3700	元/金属吨
四川	3900	3700	3600	元/金属吨
甘肃	4100	3850	3850	元/金属吨

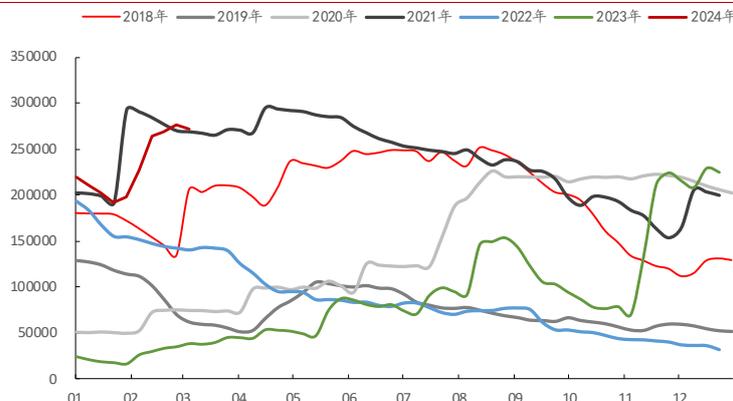
来源：SMM，中泰证券研究所

- 本周沪伦比值继续于 8.6 附近震荡，进口窗口关闭。周内美国一系列经济数据出炉，市场对美联储 6 月降息押注增加，叠加周内 YP 公司削减 Seokpo 锌冶炼厂产量，锌锭供应减少下市场乐观情绪再起，周内伦锌大涨；国内矿端偏紧格局为锌价提供底部支撑，且周内恰逢两会，市场或预期两会出台利好政策提振消费，积极情绪同样提振沪锌走势，内外盘同步上行，沪伦比值继续震荡。预计后续 3 月国内消费存在转好预期，沪伦比值或偏强运行。
- 库存变化：据 SMM 调研，截至本周四（3 月 7 日），SMM 七地锌锭库存总量为 18.03 万吨，较 2 月 29 日增加 0.62 万吨，较 3 月 4 日增加 0.10 万吨，国内库存录增。周内上海库存增加，主因进口锌锭持续流入上海，周内仓库持续到货，下游畏高刚需采买，整体库存小幅录增；广东地区锌锭去库为主，主因周内广东到货不多，叠加广东下游逢低点价提货补

库，库存继续录减；天津地区库存增加明显，主因恰逢两会河北、天津等地环保限产影响下游需求，消费不佳库存继续录增。整体来看，三地库存增 0.05 万吨，七地库存增加 0.10 吨。LME 方面，本周伦锌库存有所回落，截至 3 月 8 日，伦锌库存量 272,275 吨，较上周增加 3,675 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 钢铁: 供需恢复缓慢, 钢价窄幅震荡

- **钢价小幅下降:** Myspic 综合钢价指数环比上周下降 1.99%，其中长材下降 2.46%，板材下降 1.42%。上海螺纹钢 3690 元/吨，较上周下降 100 元/吨，幅度-2.64%。上海热轧卷板 3870 元/吨，较上周下降 40 元/吨，幅度-1.02%。

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	144.18	147.11	-1.99%	148.94	-3.20%	160.91	-10.40%
MySpic指数:长材	160.95	165.01	-2.46%	167.35	-3.82%	180.81	-10.98%
MySpic指数:扁平	128.13	129.98	-1.42%	131.32	-2.43%	141.87	-9.68%
上海螺纹钢	3690	3790	-2.64%	3920	-5.87%	4320	-14.58%
基差	-1	27	-28	84	-85	7	-8
广州-沈阳价差	210	240	-30	300	-90	150	60
上海-沈阳价差	-80	-130	50	-30	-50	20	-100
上海热轧板卷	3870	3910	-1.02%	4000	-3.25%	4400	-12.05%
基差	29	25	4	33	-4	-2	31
不锈钢 (201/2B卷板:2.0mm)	9050	9125	-0.82%	9050	0.00%	9650	-6.22%
取向硅钢 (30Q120)	12300	12300	0.00%	12300	0.00%	19400	-36.60%
无取向硅钢 (50WW600)	5400	5400	0.00%	5300	1.89%	5500	-1.82%

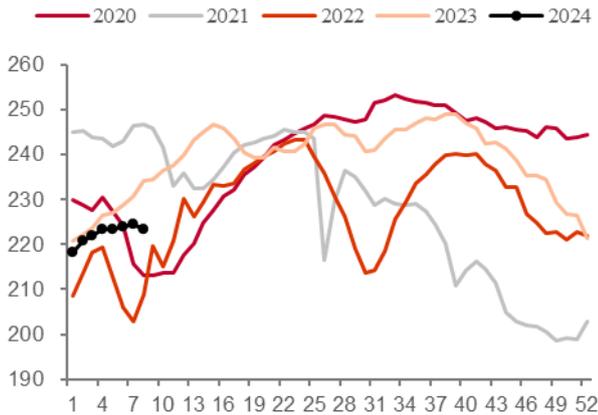
来源: Wind, 中泰证券研究所

- **供应方面:** 本周五大钢材品种供应 847.71 万吨，周环比升 27.3 万吨，增幅为 3.33%。随着焦炭提降落地以及铁矿石价格下降后，钢厂利润有所改善，但近期成材表现不佳，部份钢厂自行停产、检修，高炉开工复产节奏缓慢。
- **库存方面:** 本周五大钢材总库存 2485.95 万吨，周环比增 53.26 万吨，增幅为 2.2%。本周五大品种总库存继续累库，增幅缩小，且结构上表现一致：厂库与社库增幅较上周缩小，分别为 1.91%和 2.3%。

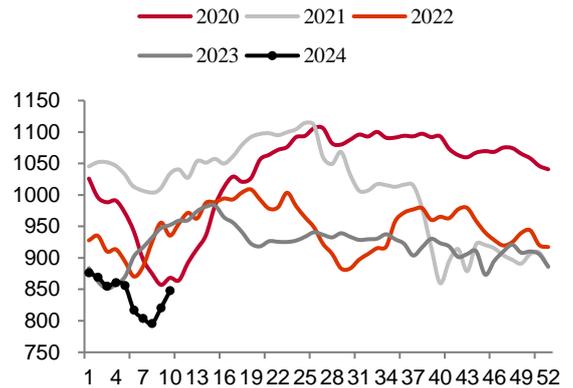
图表 86: 本周库存波动对比 (万吨)

万吨	本周产量 2024/3/8	环比上周 2024/3/1	本周社库 2024/3/8	环比上周 2024/3/1	本周厂库 2024/3/8	环比上周 2024/3/1
螺纹	220.46	10.17	946.03	21.27	372.62	20.31
线材	82.10	3.70	154.24	5.50	137.53	5.50
热轧	310.88	10.59	348.61	9.27	93.65	-2.74
中板	147.82	2.58	160.64	3.71	79.35	-5.62
冷轧	86.45	0.26	153.08	-0.04	40.20	-3.90
合计	847.71	27.30	1762.60	39.71	723.35	13.55

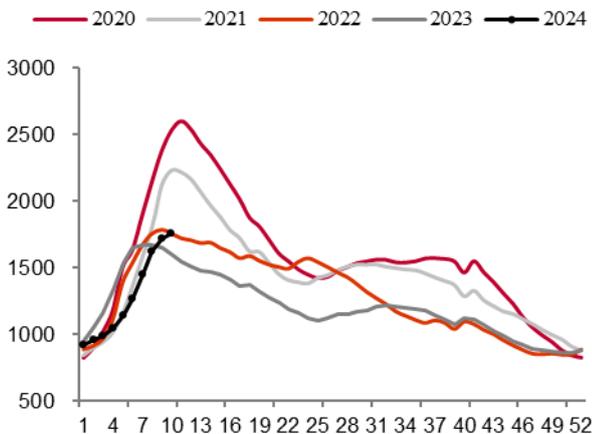
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 87: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)


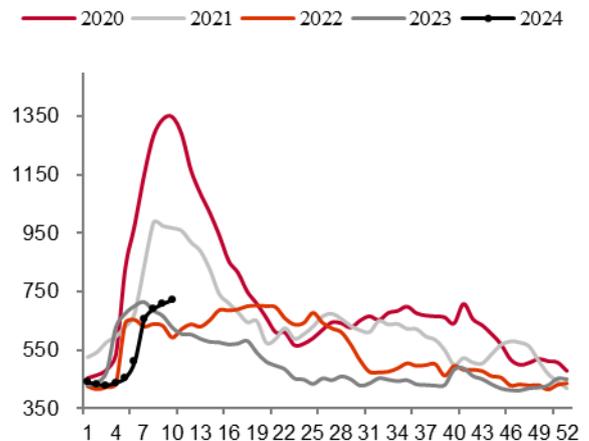
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

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)


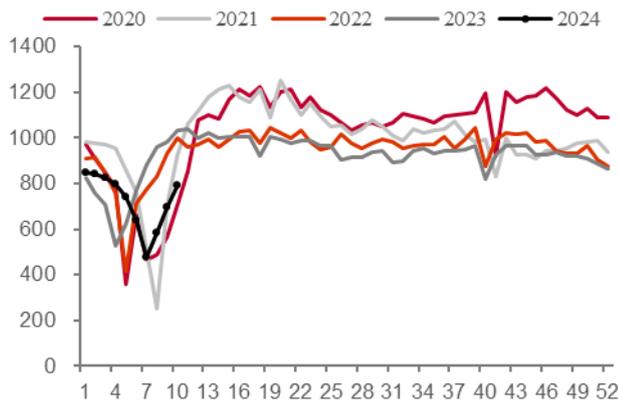
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 90: 历年五大品种厂库波动 (万吨)


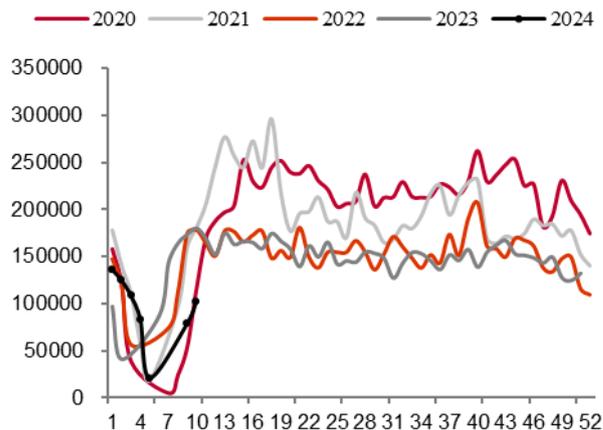
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

- 消费方面**, 本周五大品种周消费量为 794.5 万吨, 增幅为 13.73%; 其中建材消费环比增 43.1%, 板材消费环比增 3.93%。百年建筑发布工地开复工调研数据显示, 2月28日-3月5日, 全国工地开复工率 62.9%, 基本符合预期回升速度, 但市场普遍反馈复工进度不是很明显, 市政和基建的项目大多在准备复工资料。考虑到目前钢企产量和库存增速有所减缓, 部分支撑开始显现, 在价格经过连日的下降过后, 终端需市场需求和投机需求或有所回升, 近期价格跌幅将有望收窄, 预计短期内钢价仍将窄幅震荡运行。

图表 91: 五大品种总表观消费量 (万吨)
图表 92: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

- 矿价小幅上升:** 本周 Platts62%118 美元/吨, 周环比上升 2 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 2251.2 (1648.3+602.9) 万吨, 环比上升 371.9 万吨, 其中中国到港量 1241.6 万吨, 环比上升 173.8 万吨。最新钢厂进口矿库存天数 22 天, 环比下降 1 天。天津准一冶金焦 2140 元/吨, 环比持平。废钢 2580 元/吨, 环比下降 2.64%。

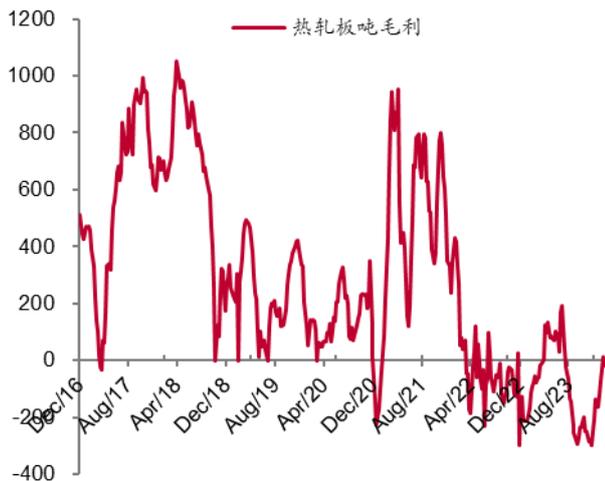
图表 93: 钢铁主要生产要素价格一览

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	118	115	2	126	-8	129	-11
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	878	885	-7	980	-102	922	-44
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	770	790	-20	870	-100	800	-30
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-878	-885	7	-980	102	-922	44
	卡粉-超特	元/湿吨	-770	-790	20	-870	100	-800	30
	PB粉-超特	元/湿吨	108	95	13	110	-2	122	-14
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	29	28	1	23	6	19	10
	西澳-青岛	美元/吨	13	13	0	9	4	8	5
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	2140	2140	0	2340	-200	2810	-670
	京唐港主焦煤	元/吨	2450	2450	0	2600	-150	2500	-50
张家港废钢		元/吨	2580	2650	-70	2640	-60	2860	-280
唐山方坯Q235		元/吨	3460	3520	-60	3550	-90	4010	-550

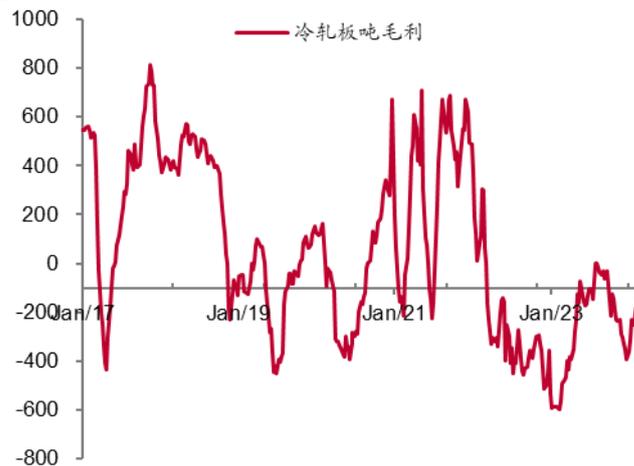
来源: Wind, 中泰证券研究所

- 吨钢盈利:** 热轧卷板 (3mm) 毛利-18 元/吨, 毛利率降至-0.5%; 冷轧板 (1.0mm) 毛利-57 元/吨, 毛利率降至-1.37%; 螺纹钢(20mm)毛利-59 元/吨, 毛利率降至-1.78%; 中厚板(20mm)毛利-146 元/吨, 毛利率降至-4.13%。

图表 94: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)
图表 95: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)

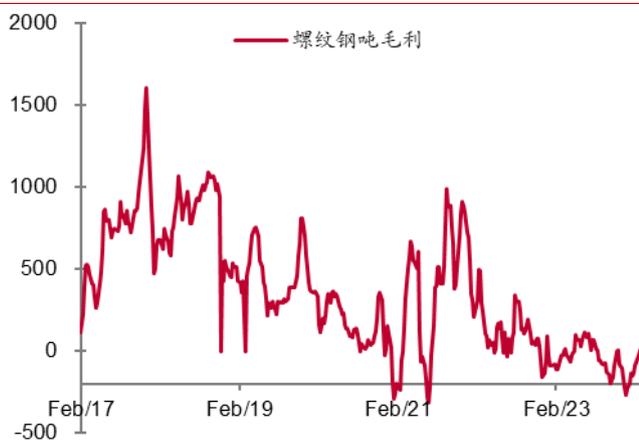


来源: Wind, 中泰证券研究所



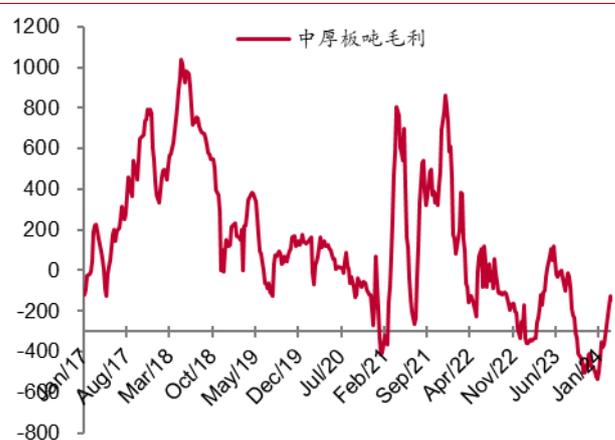
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 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 2 月失业率弱于预期，支撑金价走高，在超额储蓄消耗及高利率下，美国经济周期性回落难以避免，去全球化背景也将支撑贵金属价格上行至新高度，重视板块内高成长及资源优势突出的投资机会。
- **大宗金属恰处布局良机**，国内逆周期政策持续发力，同时美元指数走低，基本金属价格整体走高。在供给瓶颈下，基本金属终将在弱复苏带动下，迎来新一轮景气周期，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。