

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

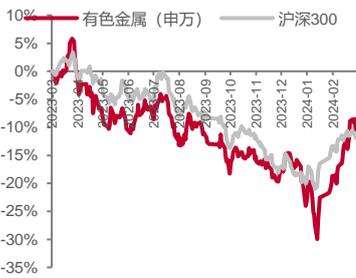
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	27,067.85
行业流通市值(亿元)	23,918.62

行业-市场走势对比



图表：周内商品价格变动

	单位	本周五(3.22) 价格	周度涨跌幅
COMEX黄金	美元/盎司	2,160.00	-0.07%
SHFE黄金	元/克	512.48	0.85%
COMEX白银	美元/盎司	24.84	-2.12%
SHFE白银	元/千克	6,316	-0.44%
LME铜	美元/吨	8,847	-2.50%
SHFE铜	元/吨	72,290	-1.15%
LME铝	美元/吨	2,309	1.41%
SHFE铝	元/吨	19,400	0.54%
LME锡	美元/吨	2,037	-4.41%
SHFE锡	元/吨	16,235	-0.46%
LME锌	美元/吨	2,483	-3.25%
SHFE锌	元/吨	21,230	-1.19%
LME镍	美元/吨	27,725	-3.31%
SHFE镍	元/吨	226,940	0.55%
LME镍	美元/吨	17,150	-4.27%
SHFE镍	元/吨	134,710	-5.05%

来源：wind、中泰证券研究所

投资要点

■ **【本周关键词】：美联储释放鸽派信号、大宗消费旺季来临**

■ **投资建议：维持行业“增持”评级**

1) **贵金属上行趋势不变**：本周美联储释放鸽派信号，但Markit制造业PMI超预期，金价冲高回落，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。

2) **基本金属恰处布局良机**：全球制造业PMI升破荣枯线，同时供给端扰动不断，基本金属价格整体维持高位。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：大宗价格整体回落**：1) 周内，LME铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-2.5%、1.4%、-4.4%、-3.3%、-3.3%、-4.3%，SHFE铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为-1.1%、0.5%、-0.5%、-1.2%、0.5%、-4.3%；2) COMEX黄金收于2160.00美元/盎司，环比下跌0.07%，汇率支撑下，SHFE黄金收于512.48元/克，环比上涨0.85%；3) 本周有色行业指数跑输市场，申万有色金属指数收于4,379.43点，环比下跌2.08%，跑输上证综指1.87个百分点，金属新材料、贵金属、工业金属、小金属、能源金属的涨跌幅分别为3.61%、-0.48%、-1.76%、-2.29%、-5.42%。

■ **宏观“三因素”总结——筑底回升的前半段：国内复苏动力仍待进一步提升；美联储释放鸽派信号；全球制造业PMI突破荣枯线**。具体来看：

1) **国内2月工业增加值同比回落**：2月工业增加值当月同比-12.7%（前值26.3%，预期4.28%），固定资产投资累计同比4.2%（前值3.0%，预期2.95%），社会消费品零售总额同比5.5%（前值7.4%，预期5.41%）；2月出口金额当月同比为5.6%（前值8.2%，预期0.30%），进口金额当月同比为-8.2%（前值15.4%，预期0.06%）。

2) **美国3月Markit制造业PMI回升**：2月新屋开工私人住宅10.81万套（前值9.74万套），折年数季调152.1万套（前值137.4万套，预期142.0万套）；3月Markit制造业PMI季调为52.5（前值52.2），服务业PMI商务活动季调为51.7（前值52.3）。

3) **欧元区2月CPI同比回落环比回升**：2月CPI同比为2.6%（前值2.8%，预期2.6%），环比为0.6%（前值-0.4%，预期0.6%），核心CPI同比为3.1%（前值3.3%，预期3.1%），环比为0.7%（前值-0.9%，预期0.7%）；3月欧元区ZEW经济景气指数为33.5（前值25.0，预期25.4）。

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：美国经济保持韧性，金价有冲高回落**

周内，十年期美债实际收益率1.87%，环比-0.16pcts，实际收益率模型计算的残差为1302.2美元/盎司，环比-50.6美元/盎司；美联储FOMC会议落地，维持此前的降息预期，但美国3月Markit制造业PMI超预期回升但服务业PMI相对偏弱，通胀压力显示出回升的迹象，贵金属价格有所承压。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：美元指数回升，基本金属价格**

需求旺季来临，供给扰动不断，全球制造业PMI升破荣枯线，价格有望维持高位。同时人民币汇率波动进一步支撑金属价格。

1、**对于电解铝，云南首批复产基本落地，库存拐点渐进，铝价偏强。**

供应方面，本周四川电解铝企业继续由于技改原因减产，但河南个别电解铝企业释放复产产能，因此本周电解铝行业产量较上周增加截至目前，电解铝行

业开工产能 4202.8 万吨，较上周上升 2 万吨。云首批复产基本落地，省内释放 80 万千瓦负荷电力用于电解铝行业复产，折合电解铝年化产能 52 万吨左右，预计此次的 52 万吨的复产将能在 4 月中旬前完成。库存方面，电解铝锭社会总库存 85.1 万吨，环比上升 0.8 万吨。国内铝社会库存增速放缓，铝棒库存维持去库状态。需求方面，周内国内下游消费小幅增长为主，主因建筑型材版块开工回暖且光伏型材企业订单较好，板带箔等小型企业开工也有好转。成本方面，目前电解铝 90 分位成本 17810 元/吨。

1) 氧化铝价格 3318 元/吨，环比下降 0.08%，氧化铝成本 3000 元/吨，环比下降 0.07%，吨毛利 318 元/吨，环比下降 1 元/吨。

2) 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 4455 元/吨，环比上升 20.10%，周内平均吨毛利 78 元/吨，环比下降 90.53%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4799 元/吨，环比上升 0.51%，周内平均吨毛利-266 元/吨，环比下降 10.02%。

3) 除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 16227 元/吨，环比下降 1.86%，长江现货铝价 19280 元/吨，环比上升 0.73%，吨铝盈利 2027 元，环比上升 17.18%。

总结来看，国内供应端云南供应量后续维持抬升状态，铝社会库存累库放缓有望进入去库拐点，下游消费仍有好转预期，基本面与宏观短期利多共振，铝价或短期维持偏强震荡为主。

2、对于电解铜，宏观无明显利空，铜价高位支撑依旧。

供给方面，现货加工费下行未制，供给瓶颈依旧。库存方面，电解铜社会库存增至 39.5 万吨，环比上升 0.59 万吨；海外 LME+COMEX 铜库存量 13.93 万吨，环比下降 0.38 万吨，国内社会面库存居多。需求方面，本周多数企业表示订单持续疲软，当前生产维持刚需水平，同时周内存在部分企业在垒库压力下停产，高铜价对本就不及复苏预期的现货消费再次形成冲击，多地现货市场成交清淡。

总结来看，矿端紧张未明显改善，中国冶炼厂减产话题依旧被市场谈论，减产实际亦备受关注，宏观方面无明显利空且国内释放降准信心 铜价高位支撑依旧。

3、对于锌，国内外宏观情绪转变叠加矿端扰动，内外盘先跌后涨。

周内，国内北方矿山复产基本要于 4 月正式恢复，海外方面虽然远期有 BMC 矿业 KZK 项目恢复，但 Volcan 矿企和嘉能可相继减停产，短期矿紧缺延续；且欧洲提前降息，令市场情绪恢复冷静。供给方面，百川统计节前国内锌产量 11.06 万吨，环比降 0.55%；需求方面，黑色价格回温，但大部分企业对黑色价格持谨慎态度，整体市场普遍对订单情况持观望态度，下游需求未见明显改善。库存方面，七地锌锭库存 19.82 万吨，较上周累库 1.03 万吨。

4、对于钢铁，下游出货转好，市场情绪明显提振。

随着出货转好，市场情绪明显提振。下游工地复工率回升，现货市场成交量，价格低位反弹，同时原材价格企稳后，市场担忧负反馈的情绪有所缓解，情绪转向积极，部分投机需求的表现也较为活跃，周内量价双升。对于下周来看，供应方面，由于部分内陆钢厂即期利润仍不理想，检修减产或转产操作较多；需求方面，刚性需求环比继续回升，同时投机需求入场也较为积极，随着施工环境好转，需求有望稳中向好；库存方面，钢厂库存与社会库存均呈降势，库存进入去化通道，但去库力度仍需观察；心态方面，原材价格企稳，叠加终端需求回暖，市场悲观情绪有所消化。综合来看，预计下周国内钢价或将偏强震荡运行。

- **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.....	- 8 -
1.1 股市行情回顾：美股整体回升、A股整体回落.....	- 8 -
1.2 贵金属：美国 Markit 制造业 PMI 超预期，金价冲高回落.....	- 9 -
1.3 大宗金属：美元指数回升，基本金属价格承压.....	- 9 -
2.宏观“三因素”运行态势跟踪.....	- 10 -
2.1 中国因素：经济复苏动能仍有待进一步提升.....	- 10 -
2.2 美国因素：3月 Markit 制造业 PMI 回升.....	- 12 -
2.3 欧洲因素：欧元区2月CPI同比回落环比回升.....	- 13 -
2.4 全球因素：全球制造业 PMI 突破荣枯线.....	- 13 -
3.贵金属：大周期上行趋势不变.....	- 14 -
3.1 上行趋势不变.....	- 14 -
3.2 黄金 ETF 持仓环比增加，COMEX 净多头结构延续.....	- 16 -
3.3 光伏产业链步入景气周期，白银有望开启黄金时代.....	- 16 -
4.大宗金属：需求旺季临近，供应扰动不断.....	- 19 -
4.1 铝：云南首批复产基本落地，库存拐点渐进，铝价偏强.....	- 19 -
4.2 铜：宏观无明显利空 铜价高位支撑依旧.....	- 25 -
4.3 锌：国内外宏观情绪转变叠加矿端扰动，内外盘先跌后涨.....	- 28 -
4.4 钢铁：下游出货转好，市场情绪明显提振.....	- 30 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 34 -
6.风险提示.....	- 34 -

图表目录

图表 1: 申万一级行业与上证综指周涨跌幅.....	- 8 -
图表 2: 周内子板块涨跌幅表现.....	- 8 -
图表 3: 周内有色金属领涨个股.....	- 9 -
图表 4: 周内有色金属领跌个股.....	- 9 -
图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势.....	- 9 -
图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势.....	- 9 -
图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅.....	- 9 -
图表 8: 国内工业增加值当月同比 (%).....	- 10 -
图表 9: 国内固定资产投资完成额累计同比 (%).....	- 10 -
图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆).....	- 11 -
图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米).....	- 11 -
图表 12: 国内石油沥青装置开工率 (%).....	- 11 -
图表 13: 国内高炉开工率 (%).....	- 11 -
图表 14: 美国:Markit 制造业 PMI:季调.....	- 11 -
图表 15: 国内出口金额当月同比 (%).....	- 11 -
图表 16: 美国 Markit 制造业与服务业 PMI 季调.....	- 12 -
图表 17: 美国新屋开工及零售同比.....	- 12 -
图表 18: 美国失业率季调 (%).....	- 12 -
图表 19: 美国当周初期失业金人数 (万人).....	- 12 -
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 CPI 同比及环比 (%).....	- 13 -
图表 23: 欧元区 ZEW 经济景气指数及通胀指数.....	- 13 -
图表 24: 全球制造业与服务业 PMI.....	- 13 -
图表 25: 全球制造业 PMI 分项.....	- 13 -
图表 26: 全球主要经济体制造业 PMI.....	- 14 -
图表 27: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司).....	- 15 -
图表 28: 十年期美债收益率与联邦基金利率 (%).....	- 15 -
图表 29: 通胀预期与真实收益率 (%).....	- 15 -
图表 30: 金价与十年期美国国债收益率.....	- 15 -
图表 31: 美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系.....	- 15 -
图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨).....	- 16 -
图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张).....	- 16 -

图表 34: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低.....	- 17 -
图表 35: 平价上网成为现实 (元/度)	- 17 -
图表 36: 光伏发电渗透率有望快速提升 (吨)	- 17 -
图表 37: 白银供需平衡表预测 (吨)	- 18 -
图表 38: 光伏产业白银需求预测.....	- 18 -
图表 39: 金银比 (伦敦现货)	- 18 -
图表 40: 金银比修复行情历史复盘.....	- 19 -
图表 41: 电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨)	- 19 -
图表 42: 电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况 (单位: 万吨)	- 20 -
图表 43: 国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨)	- 20 -
图表 44: 电解铝周度产量 (万吨)	- 21 -
图表 45: 国内电解铝周度需求 (万吨)	- 21 -
图表 46: 铝型材开工率 (%)	- 21 -
图表 47: 铝线缆开工率 (%)	- 21 -
图表 48: 铝板带开工率 (万吨)	- 21 -
图表 49: 铝箔开工率 (%)	- 21 -
图表 50: 国内电解铝社会库存走势 (万吨)	- 22 -
图表 51: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)	- 22 -
图表 52: 国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)	- 22 -
图表 53: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	- 22 -
图表 54: LME 铝期货库存变动 (万吨)	- 22 -
图表 55: 国内铝棒年度社会库存走势对比 (万吨)	- 22 -
图表 56: 电解铝的完全成本构成.....	- 23 -
图表 57: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)	- 23 -
图表 58: 氧化铝生产成本构成	- 23 -
图表 59: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)	- 23 -
图表 60: 预焙阳极生产成本构成.....	- 24 -
图表 61: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)	- 24 -
图表 62: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)	- 24 -
图表 63: 石油焦价格 (元/吨)	- 24 -
图表 64: 石油焦库存 (万吨)	- 25 -
图表 65: 国内石油焦产能利用率 (%)	- 25 -
图表 66: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)	- 25 -
图表 67: 铜矿 TC/RC	- 26 -
图表 68: 电解铜周度产量 (万吨)	- 26 -

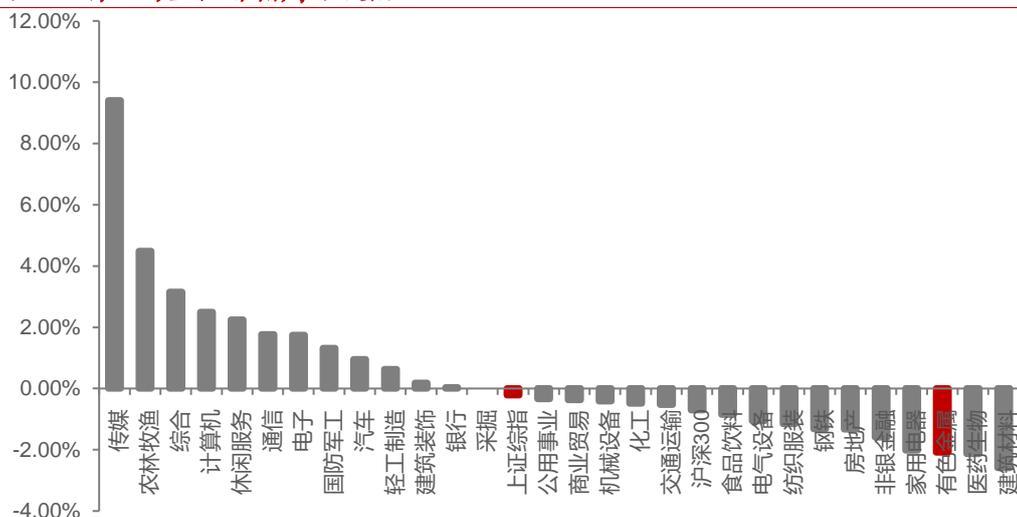
图表 69: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	- 26 -
图表 70: 精废价差 (不含税)	- 27 -
图表 71: 再生铜杆开工率情况	- 27 -
图表 72: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	- 28 -
图表 73: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)	- 28 -
图表 74: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	- 28 -
图表 75: 电线电缆开工率 (%)	- 28 -
图表 76: 国产及进口锌精矿加工费对比	- 29 -
图表 77: 国产锌精矿分地区加工费	- 29 -
图表 78: 国内锌七地库存 (万吨)	- 29 -
图表 79: LME 锌库存变动趋势 (吨)	- 29 -
图表 80: 镀锌开工率 (%)	- 29 -
图表 81: 镀锌原料库存 (吨)	- 29 -
图表 82: 压铸锌开工率 (%)	- 30 -
图表 83: 压铸锌原料库存 (吨)	- 30 -
图表 84: 氧化锌开工率 (%)	- 30 -
图表 85: 氧化锌原料库存 (吨)	- 30 -
图表 86: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨)	- 31 -
图表 87: 本周库存波动对比 (万吨)	- 31 -
图表 88: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)	- 31 -
图表 89: 五大品种周度产量合计 (万吨)	- 31 -
图表 90: 历年五大品种社库波动 (万吨)	- 31 -
图表 91: 历年五大品种厂库波动 (万吨)	- 31 -
图表 92: 五大品种总表观消费量 (万吨)	- 32 -
图表 93: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)	- 32 -
图表 94: 钢铁主要生产要素价格一览	- 32 -
图表 95: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)	- 33 -
图表 96: 中国铁矿石到港量 (万吨)	- 33 -
图表 97: 进口矿港口库存 (万吨)	- 33 -
图表 98: 进口矿钢厂库存 (万吨)	- 33 -
图表 99: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 34 -
图表 100: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 34 -
图表 101: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)	- 34 -
图表 102: 中厚板毛利变化 (元/吨)	- 34 -

1. 行情回顾

1.1 股市行情回顾：美股整体回升、A股整体回落

- 周内，美股三大指数整体回升（道指↑1.97%，纳斯达克↑2.85%，标普↑2.29%）。
- 本周 A 股整体回落：上证指数收于 3,048.03 点，环比下跌 0.22%；深证成指收于 9,565.56 点，环比下跌 0.49%；沪深 300 收于 3,545.00 点，环比下跌 0.70%；申万有色金属指数收于 4,379.43 点，环比下跌 2.08%，跑输上证综指 1.87 个百分点。

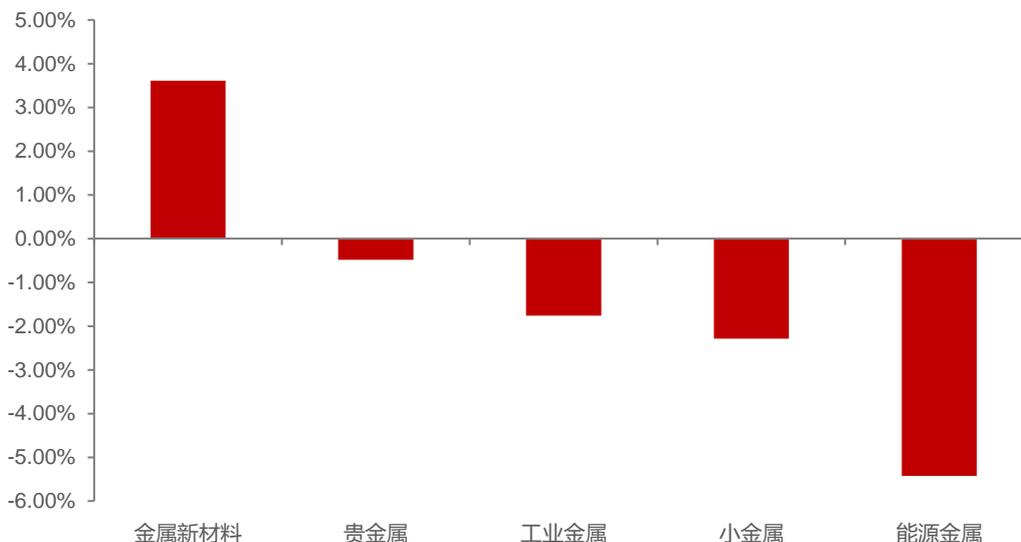
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，金属新材料、贵金属、工业金属、小金属、能源金属的涨跌幅分别为 3.61%、-0.48%、-1.76%、-2.29%、-5.42%。

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	2024.03.22 收盘价	2024.03.15 收盘价	周涨跌幅
601137.SH	博威合金	21.05	15.70	34.1%
002171.SZ	楚江新材	8.51	7.36	15.6%
002645.SZ	华宏科技	11.28	10.11	11.6%
688456.SH	有研新材	27.27	24.97	9.2%
000688.SZ	国城矿业	11.51	10.70	7.6%
300811.SZ	铂科新材	61.50	57.79	6.4%
002295.SZ	精艺股份	6.53	6.17	5.8%
601388.SH	怡球资源	2.82	2.71	4.1%
002806.SZ	华锋股份	9.45	9.09	4.0%
000612.SZ	焦作万方	5.48	5.31	3.2%

来源: wind, 中泰证券研究所

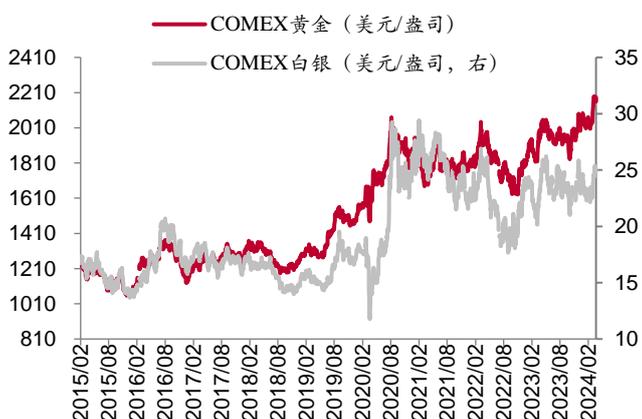
图表 4: 周内有色金属领跌个股

证券代码	证券名称	2024.03.22 收盘价	2024.03.15 收盘价	周涨跌幅
601168.SH	西部矿业	17.80	19.67	-9.5%
002738.SZ	中矿资源	37.71	40.79	-7.6%
002240.SZ	盛新锂能	20.15	21.72	-7.2%
603799.SH	华友钴业	27.26	29.29	-6.9%
002996.SZ	顺博合金	9.29	9.96	-6.7%
300390.SZ	天华超净	20.90	22.35	-6.5%
605376.SH	博迁新材	19.54	20.85	-6.3%
000762.SZ	西藏矿业	22.97	24.45	-6.1%
002756.SZ	永兴材料	49.60	52.76	-6.0%
000792.SZ	盐湖股份	16.21	17.20	-5.8%

来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 美国 Markit 制造业 PMI 超预期, 金价冲高回落

- 周内, 美联储 FOMC 会议落地, 维持此前的降息预期, 但美国 3 月 Markit 制造业 PMI 超预期回升但服务业 PMI 相对偏弱, 通胀压力显示出回升的迹象, 贵金属价格有所承压。截至 3 月 22 日, COMEX 黄金收于 2160.00 美元/盎司, 环比下跌 0.07%; COMEX 白银收于 24.84 美元/盎司, 环比下跌 2.12%; SHFE 黄金收于 512.48 元/克, 环比上涨 0.85%; SHFE 白银收于 6316 元/千克, 环比下跌 0.44%。

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: 美元指数回升, 基本金属价格承压

- 周内, 日本央行加息落地后, 前期交易者情绪释放结束, 叠加瑞士银行等超预期提前降息, 美元指数有所回升, 基本金属价格整体承压。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-2.5%、1.4%、-4.4%、-3.3%、-3.3%、-4.3%, 价格整体下跌。

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	8847	6082	-2.5%	-9.3%	45.5%	83.8%
	SHFE	72290	48020	-1.1%	2.7%	50.5%	
铝	LME	2309	1794	1.4%	-17.9%	28.7%	74.7%
	SHFE	19400	14100	0.5%	-4.8%	37.6%	
铅	LME	2037	1988	-4.4%	-11.1%	2.5%	63.3%
	SHFE	16235	14850	-0.5%	6.1%	9.3%	
锌	LME	2483	2373	-3.3%	-29.8%	4.6%	82.1%
	SHFE	21230	18160	-1.2%	-12.0%	16.9%	
锡	LME	27725	17200	-3.3%	-28.9%	61.2%	95.2%
	SHFE	226940	137340	0.5%	-23.4%	65.2%	
镍	LME	17150	13375	-4.3%	-17.2%	28.2%	55.2%
	SHFE	134710	105850	-5.0%	-11.4%	27.3%	

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: 经济复苏动能仍有待进一步提升

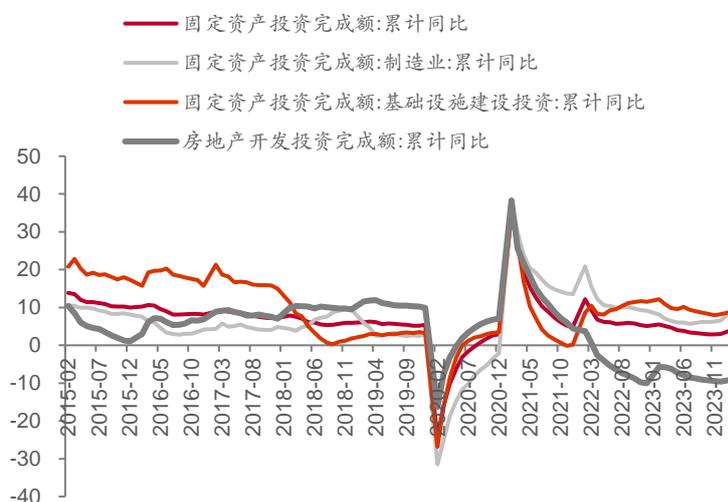
- 国内 2 月工业增加值当月同比有所回落。** 本周披露国内 2 月工业增加值当月同比为-12.7% (前值 26.3%, 预期 4.28%), 固定资产投资累计同比为 4.2% (前值 3.0%, 预期 2.95%), 社会消费品零售总额当月同比为 5.5% (前值 7.4%, 预期 5.41%); 2 月出口金额当月同比为 5.6% (前值 8.2%, 预期 0.30%), 进口金额当月同比为-8.2% (前值 15.4%, 预期 0.06%)。

图表 8: 国内工业增加值当月同比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 国内固定资产投资完成额累计同比 (%)

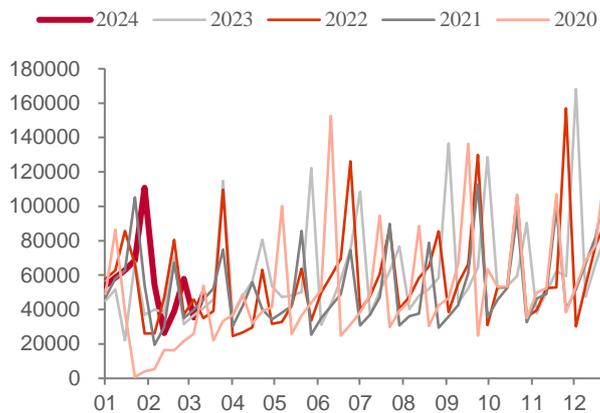


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 国内高频数据跟踪: 汽车消费回升、地产有所回升、出口改善**
 消费端: 汽车消费回升, 周内乘用车日均销量 49,045 辆, 环比+38.19%; 投资端: 地产数据有所回升, 本周国内 30 大中城市商品房成交面积 163.78 万平方米, 环比+26.20%; 生产端: 石油沥青开工率为 32.70%, 环比+4.00pcts, 高炉开工率为 76.92%, 环比+0.75pcts, 和往年同期相比处于偏低水平; 出口端: 美国 3 月 Markit 制造业 PMI 为 52.5, 环比+0.3, 2 月国内出口金额当月同比 5.6% (前值 8.2%, 预

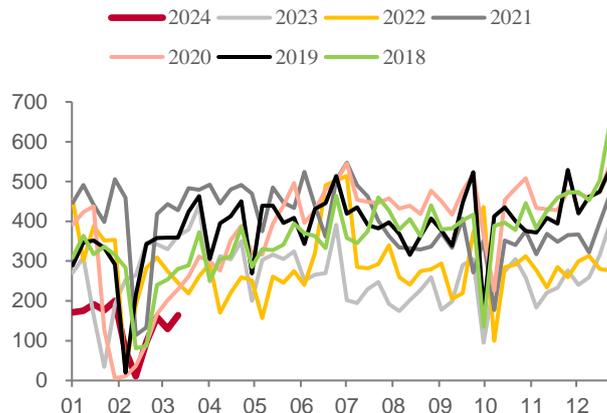
期 0.30%)，出口景气度略有改善。

图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆)



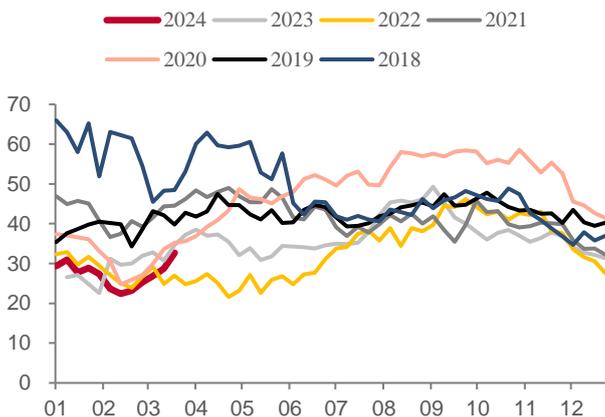
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



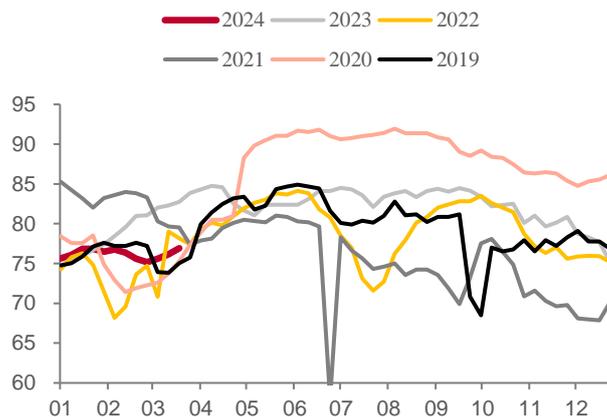
来源: Wind, 中泰证券研究所

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 (%)



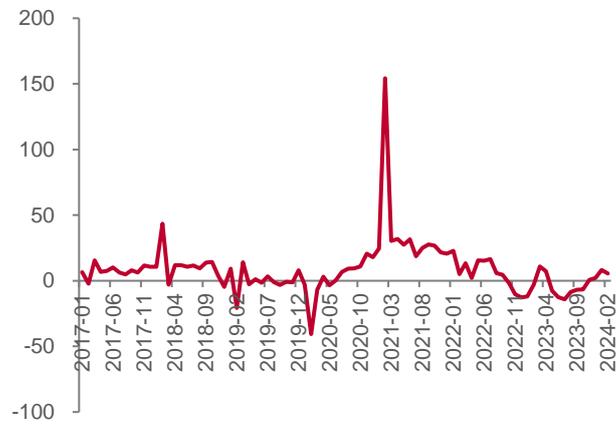
来源: Wind, 中泰证券研究所

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：3月 Markit 制造业 PMI 回升

- 美国 3 月 Markit 制造业 PMI 季调有所回升。本周披露美国 2 月新屋开工私人住宅 10.81 万套（前值 9.74 万套），折年数季调 152.1 万套（前值 137.4 万套，预期 142.0 万套）；3 月 Markit 制造业 PMI 季调为 52.5（前值 52.2），服务业 PMI 商务活动季调为 51.7（前值 52.3）。

图表 16: 美国 Markit 制造业与服务业 PMI 季调



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 美国新屋开工及零售同比



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 美国本周失业数据有所回落。本周披露美国当周初请失业金人数季调为 21.0 万人（前值 21.2 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: 美国当周初期失业金人数 (万人)



来源: Wind, 中泰证券研究所

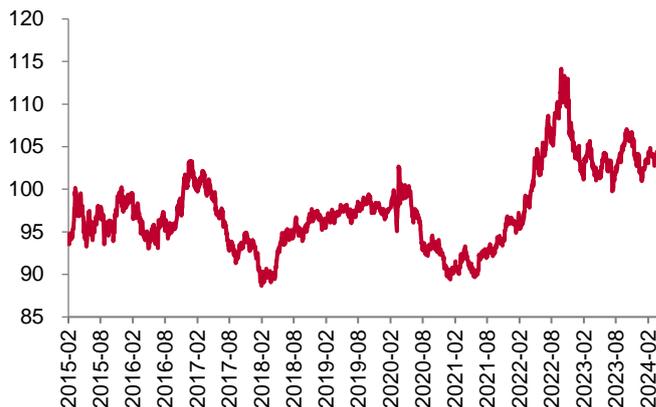
- 美联储如期按兵不动，将联邦基金利率维持在 5.25% 至 5.5% 之间不变。美联储重申，将等到对通胀更有信心再降息。委员们一致同意此次的利率决定；将贴现利率维持在 5.5% 不变；将继续以同样的速度减持国债和住房抵押贷款支持证券。美联储将今年的 GDP 增长预期由 1.4% 上调至 2.1%。此外，点阵图显示，官员们仍预计今年降息三次，缩减 2025 年降息预期。

图表 20: 美联储利率政策市场预期

图表 21: 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
2024/5/1					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.3%	87.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	66.7%	24.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	36.4%	46.6%	12.8%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	29.9%	44.6%	19.6%	2.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	16.5%	37.2%	32.2%	11.2%	1.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	11.7%	30.5%	33.8%	18.0%	4.5%	0.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.6%	6.5%	21.3%	32.2%	25.7%	11.1%	2.4%	0.2%
2025/3/19	0.0%	0.3%	3.8%	14.6%	27.2%	28.7%	17.7%	6.4%	1.2%	0.1%
2025/4/30	0.1%	1.8%	8.3%	19.8%	27.8%	24.1%	13.0%	4.2%	0.7%	0.1%

来源：CME，中泰证券研究所，注：截至 2024 年 03 月 23 日

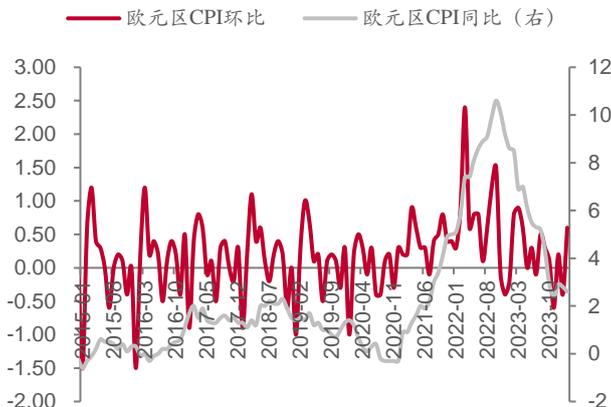


来源：Wind，中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：欧元区 2 月 CPI 同比回落环比回升

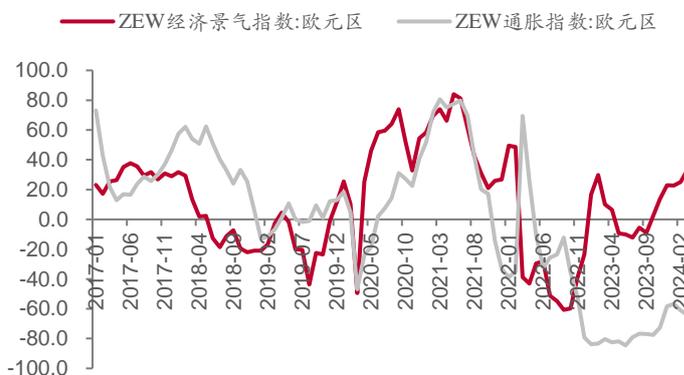
- 欧元区 2 月 CPI 同比回落环比回升。本周披露欧元区 2 月 CPI 同比为 2.6%（前值 2.8%，预期 2.6%），环比为 0.6%（前值-0.4%，预期 0.6%），核心 CPI 同比为 3.1%（前值 3.3%，预期 3.1%），环比为 0.7%（前值-0.9%，预期 0.7%）；3 月欧元区 ZEW 经济景气指数为 33.5（前值 25.0，预期 25.4）。

图表 22：欧元区 CPI 同比及环比 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 23：欧元区 ZEW 经济景气指数及通胀指数



来源：Wind，中泰证券研究所

2.4 全球因素：全球制造业 PMI 突破荣枯线

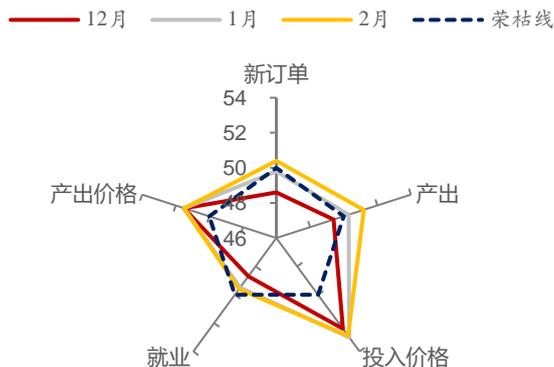
- 全球 2 月制造业景气度回升。2 月全球制造业 PMI 为 50.3，环比上升 0.3，处于荣枯线以上，全球经济复苏动能仍有进一步提升空间。

图表 24：全球制造业与服务业 PMI

图表 25：全球制造业 PMI 分项



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 全球主要经济体制造业 PMI

制造业 PMI	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02
全球	50.3	50.0	49.0	49.3	48.8	49.2	49.0	48.6	48.7	49.6	49.6	49.6	49.9
新兴市场	51.4	51.1	50.9	50.9	50.0	50.9	51.3	50.2	51.1	51.4	50.5	50.7	51.6
中国	49.1	49.2	49.0	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49.0	48.8	49.2	51.9	52.6
美国	47.8	49.1	47.1	46.7	46.7	49.0	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7
欧元区	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5
德国	42.5	45.5	43.3	42.6	40.8	39.6	39.1	38.8	40.6	43.2	44.5	44.7	46.3
法国	47.1	43.1	42.1	42.9	42.8	44.2	46.0	45.1	46.0	45.7	45.6	47.3	47.4
意大利	48.7	48.5	45.3	44.4	44.9	46.8	45.4	44.5	43.8	45.9	46.8	51.1	52.0
爱尔兰	52.2	49.5	48.9	50.0	48.2	49.6	50.8	47.0	47.3	47.5	48.6	49.7	51.3
希腊	55.7	54.7	51.3	50.9	50.8	50.3	52.9	53.5	51.8	51.5	52.4	52.8	51.7
西班牙	51.5	49.2	46.2	46.3	45.1	47.7	46.5	47.8	48.0	48.4	49.0	51.3	50.7
英国	47.5	47.3	46.2	47.2	44.8	44.3	43.0	45.3	46.5	47.1	47.8	47.9	49.3
新西兰	49.3	47.5	43.6	46.7	42.8	45.2	45.9	46.5	47.4	48.6	48.6	47.7	51.1
新加坡	50.6	50.7	50.5	50.3	50.2	50.1	49.9	49.8	49.7	49.5	49.7	49.9	50.0
印度	56.9	56.5	54.9	56.0	55.5	57.5	58.6	57.7	57.8	58.7	57.2	56.4	55.3
巴西	54.1	52.8	48.4	49.4	48.6	49.0	50.1	47.8	46.6	47.1	44.3	47.0	49.2
俄罗斯	54.7	52.4	54.6	53.8	53.8	54.5	52.7	52.1	52.6	53.5	52.6	53.2	53.6
南非	51.9	41.8	48.5	54.9	48.7	46.6	50.7	44.8	45.5	49.7	45.8	49.0	48.9
越南	50.4	50.3	48.9	47.3	49.6	49.7	50.5	48.7	46.2	45.3	46.7	47.7	51.2
东盟	50.4	50.3	49.7	50.0	49.6	49.6	51.0	50.8	51.0	51.1	52.7	51.0	51.5

来源: wind, MacroMicro, 中泰证券研究所

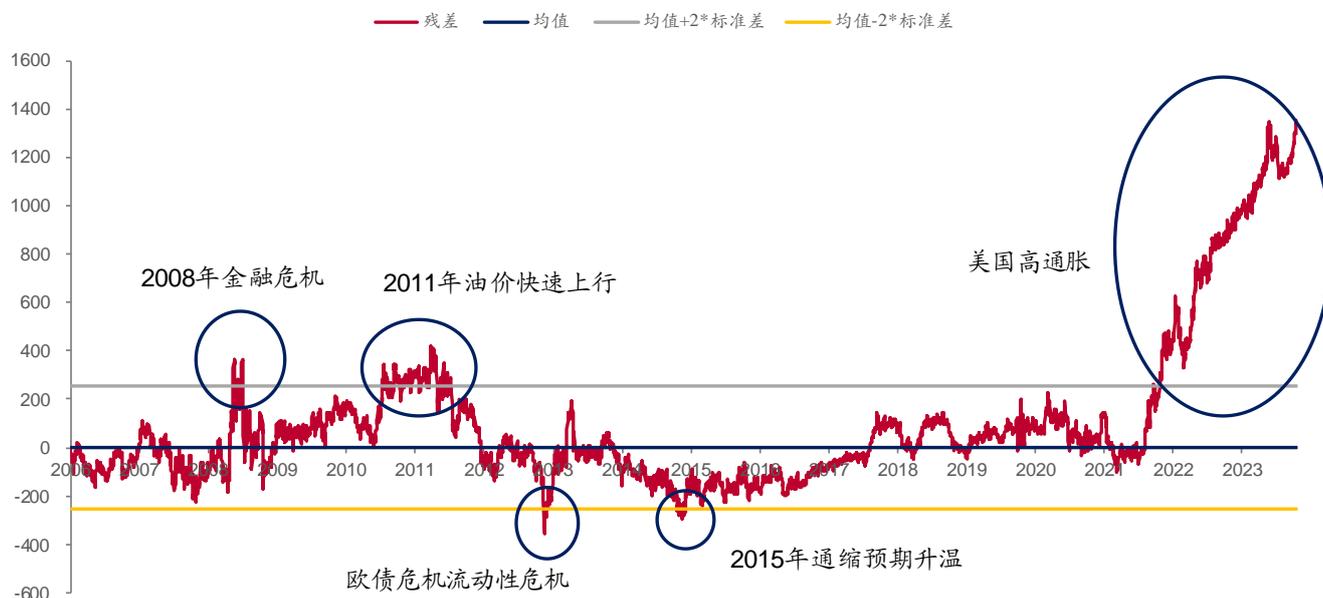
3. 贵金属: 大周期上行趋势不变

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。

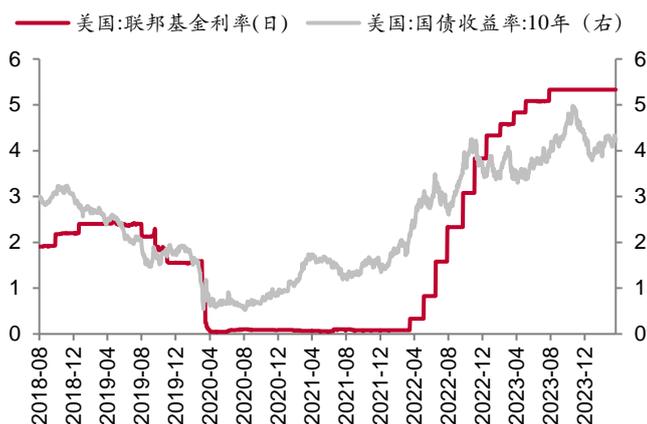
图表 27: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 截至 3 月 22 日，本周美国 10 年期国债名义收益率隐含通胀预期环比回升至 2.35%，10 年期国债实际收益率环比回落至 1.87%；截至 3 月 22 日，COMEX 黄金收于 2160.00 美元/盎司，环比下跌 0.07%；COMEX 白银收于 24.84 美元/盎司，环比下跌 2.12%；SHFE 黄金收于 512.48 元/克，环比上涨 0.85%；SHFE 白银收于 6316 元/千克，环比下跌 0.44%。

图表 28: 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 29: 通胀预期与真实收益率 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 30: 金价与十年期美国国债收益率

图表 31: 美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系



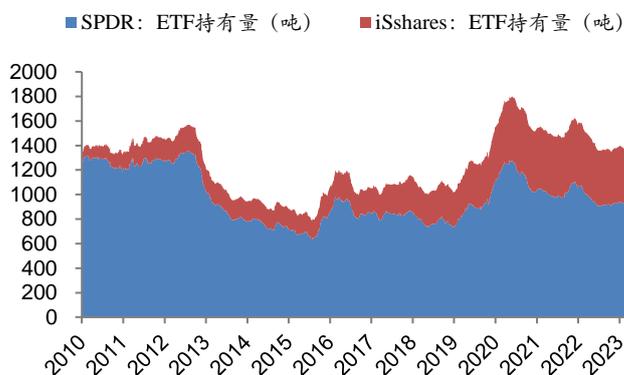
来源: Wind, 中泰证券研究所



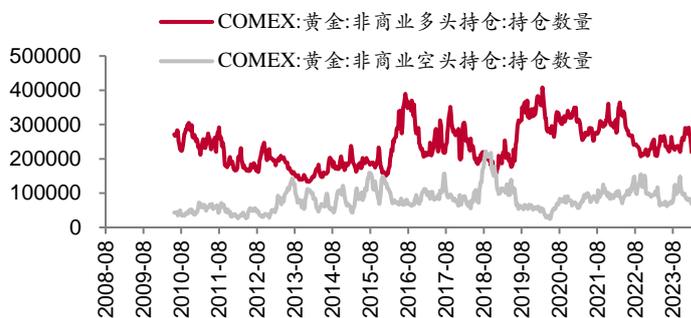
来源: Wind, 中泰证券研究所

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 3 月 22 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,222.45 吨, 环比增加 2.87 吨。截至 3 月 19 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回落至 27.87 万张附近 (前值 28.31 万张), 同时非商业空头持仓回落至 7.71 万张附近 (前值 8.15 万张附近), 净多头持仓量持平至 20.16 万张 (前值 20.16 万张)。

图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)


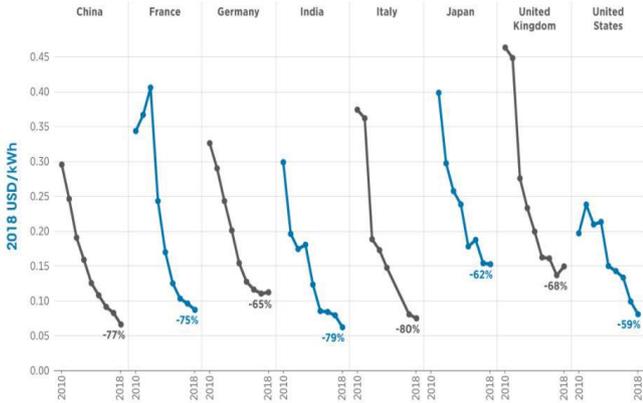
来源: Wind, 中泰证券研究所

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

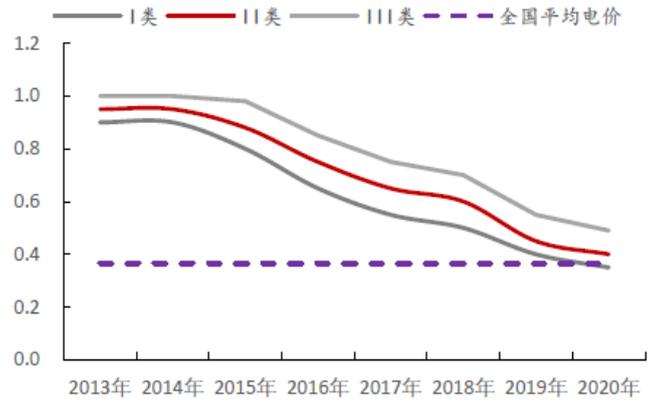
降低效果明显，表现为硅料、非硅成本持续降低，电池效率不断提升，以国内为例，2018年单位光伏发电量对应的成本相比2010年降低77%，度电成本已靠近国内火电的平均发电成本，平价上网在部分地区已接近现实，光伏电池目前已经成为可再生能源领域的主要选择，截至2019年底，全球累计装机容量超过600GW，其中去年新增116GW创纪录，2011-2019年全球光伏安装量年均复合增速达18.29%，但目前光伏发电的渗透率仍然较低，2019年全球光伏发电量占比仅2.7%，国内占比3%，随着平价时代到来以及光伏发电成本的进一步降低，光伏发电的渗透率也将进一步提升，未来具备广阔成长空间。

图表 34: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低



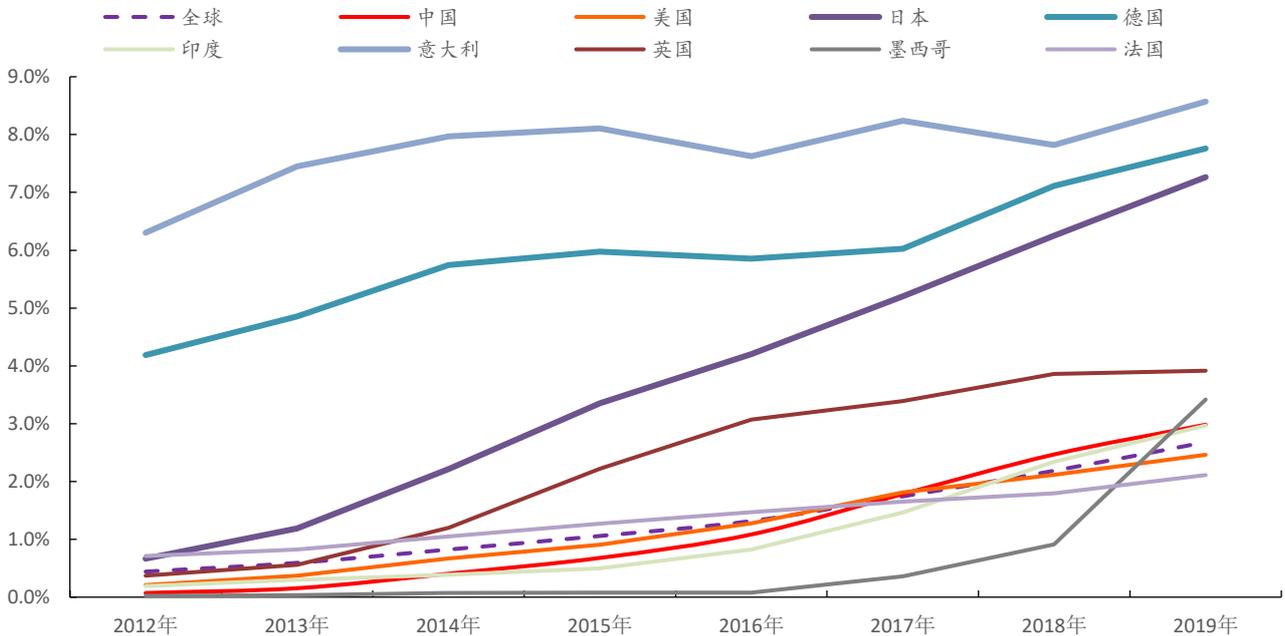
来源: IRENA, 中泰证券研究所

图表 35: 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 36: 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 37: 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 38: 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 22 日，当前金银比 88.31，环比回升 2.53。

图表 39: 金银比 (伦敦现货)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 40: 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: 需求旺季临近, 供应扰动不断

4.1 铝: 云南首批复产基本落地, 库存拐点渐进, 铝价偏强

- **电解铝供给少量扩产, 云南首批复产基本落地。**本周四川电解铝企业继续由于技改原因减产, 但河南个别电解铝企业释放复产产能, 因此本周电解铝行业产量较上周增加截至目前, 电解铝行业开工产能 4202.8 万吨, 较上周上升 2 万吨。云首批复产基本落地, 省内释放 80 万千瓦负荷电力用于电解铝行业复产, 折合电解铝年化产能 52 万吨左右, 预计此次的 52 万吨的复产将能在 4 月中旬前完成。
- **河南少量复产。**截至 2024 年 3 月 22 日, 2024 年中国电解铝总复产规模 161 万吨, 已复产 4 万吨, 待复产 157 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 41: 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 年二季度	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 年二季度	2.5	2.5	2.5
四川	四川启明星铝业有限责任公司	12.5	0	2024/8	12.5	12.5	12.5
四川	阿坝铝厂	2.5	0	2024 年二季度	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

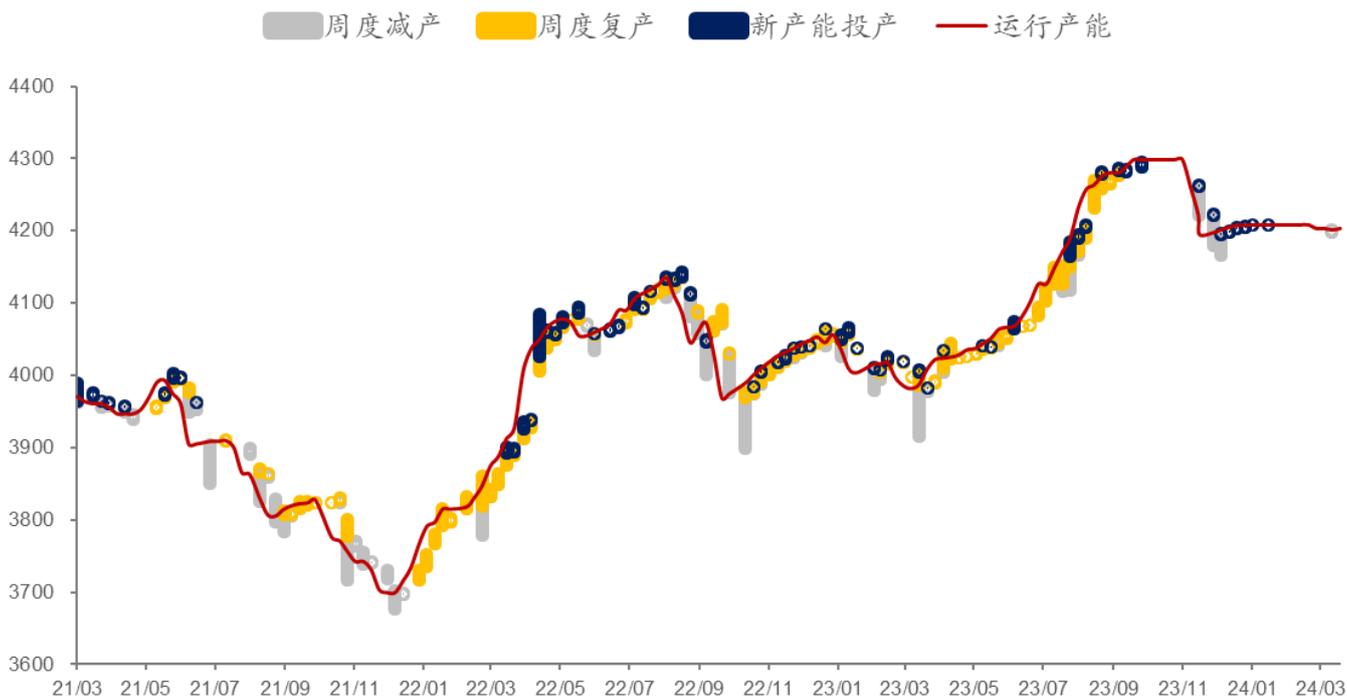
- **无新增投产产能。**截至2024年3月22日，2024年中国电解铝已建成且待投产的新产能298万吨，已投产0万吨，待开工新产能125万吨，预期年内还可投产共计125万吨，预期年度最终实现累计125万吨。

图表 42：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

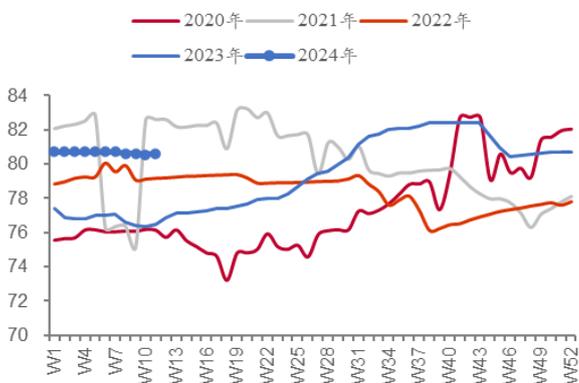
- **电解铝运行产能略增。**截止2024年3月22日，国内电解铝运行产能达4202.8万吨。

图表 43：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

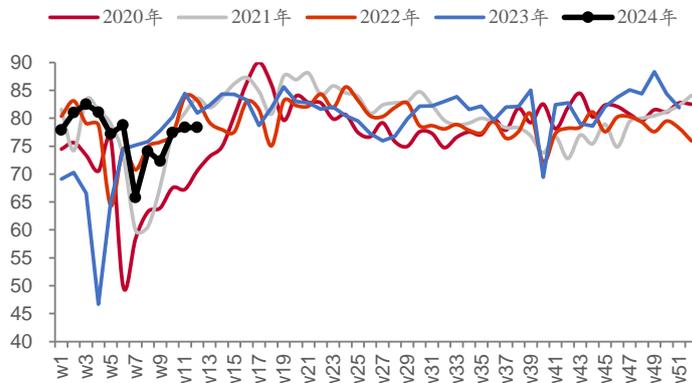
- 供应产量小稳。根据百川，本周电解铝产量 80.60 万吨，环比上升 0.05%。

图表 44: 电解铝周度产量 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

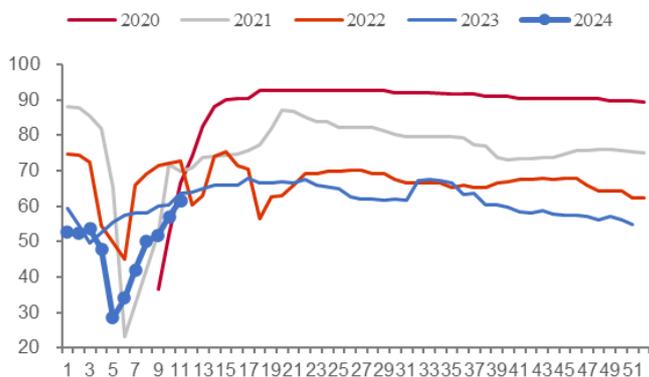
图表 45: 国内电解铝周度需求 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

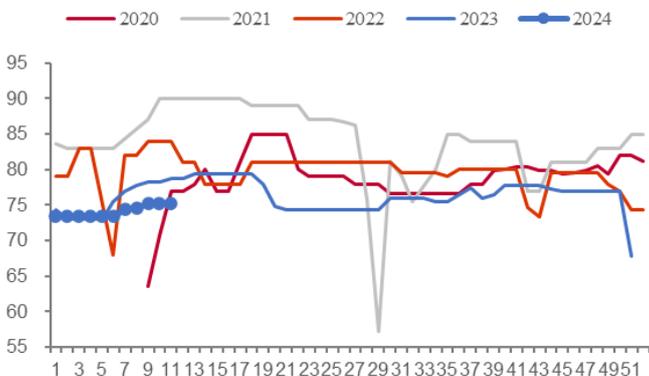
- 铝加工板块开工率环比上升: 截止 2024 年 3 月 22 日, 铝加工企业平均开工率为 64.1%, 环比上升 1.3PCT, 同比下降 0.3PCT。周内国内下游消费小幅增长为主, 主因建筑型材版块开工回暖且光伏型材企业订单较好, 板带箔等小型企业开工也有好转。

图表 46: 铝型材开工率 (%)



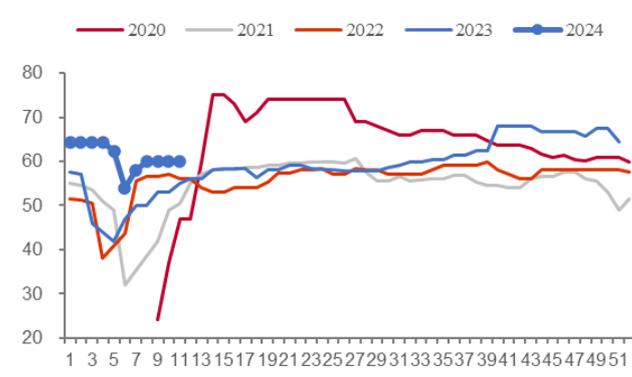
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 48: 铝板带开工率 (万吨)



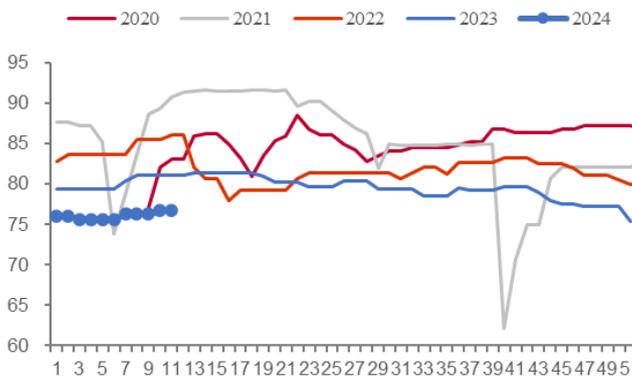
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 47: 铝线缆开工率 (%)



来源: 百川, 中泰证券研究所

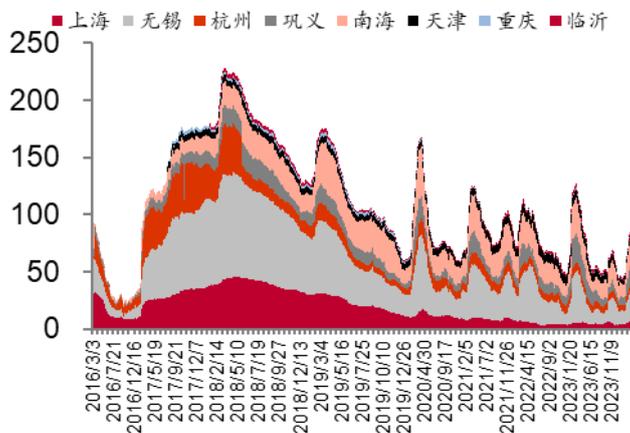
图表 49: 铝箔开工率 (%)



来源: 百川, 中泰证券研究所

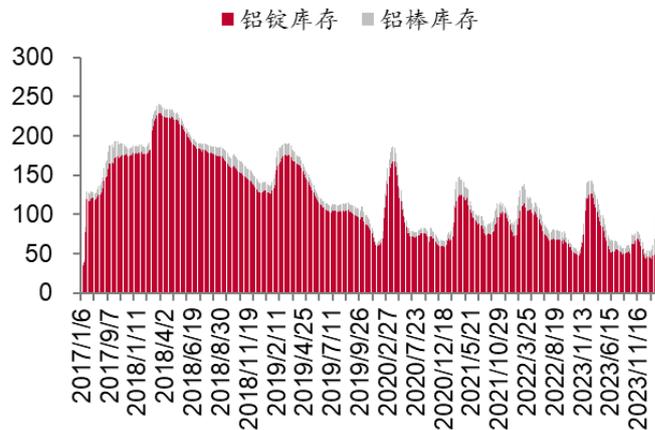
■ 国内铝社会库存增速放缓，铝棒库存维持去库状态：2024年3月22日，SMM统计国内电解铝锭社会库存85.1万吨，环比上升0.8万吨。海外方面，截至3月22日，LME铝库存56.07万吨，环比下降0.906万吨。

图表 50: 国内电解铝社会库存走势 (万吨)



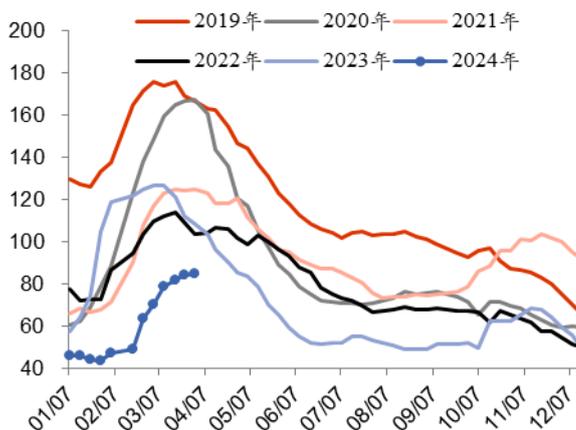
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 51: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)



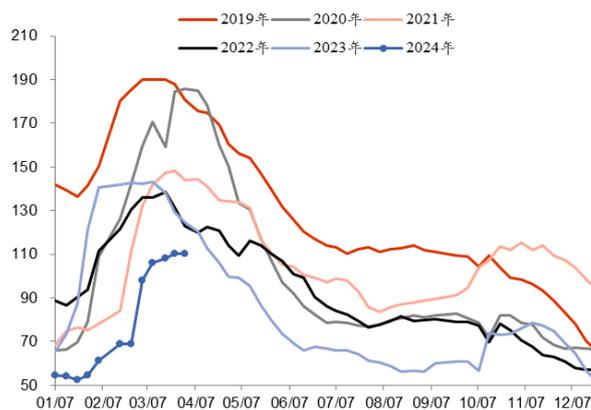
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 52: 国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)



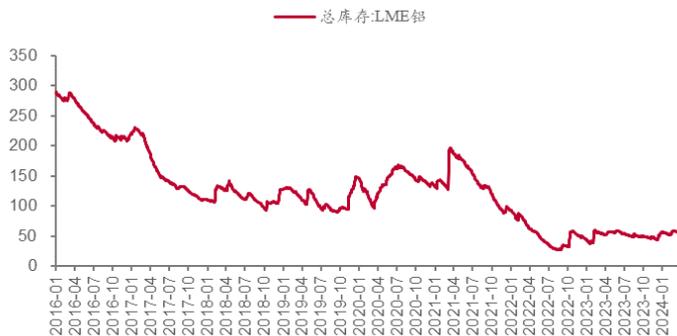
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 53: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



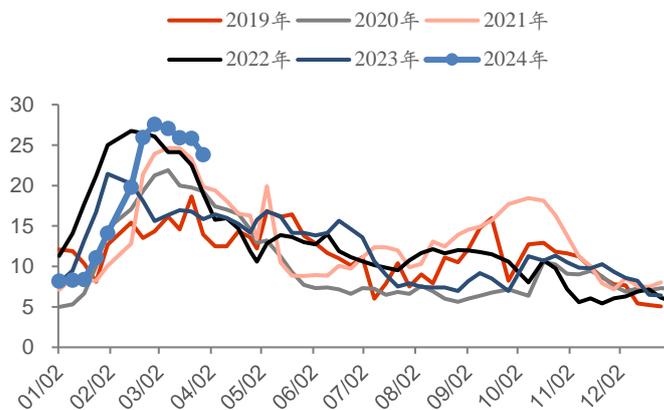
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 54: LME 铝期货库存变动 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 55: 国内铝棒年度社会库存走势对比 (万吨)

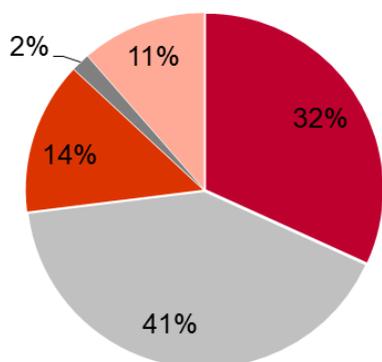


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **煤价下跌，即时盈利走阔。**截至 3 月 22 日，氧化铝价格 3318 元/吨，环比下降 0.08%，氧化铝成本 3000 元/吨，环比下降 0.07%，吨毛利 318 元/吨，环比下降 1 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 4455 元/吨，环比上升 20.10%，周内平均吨毛利 78 元/吨，环比下降 90.53%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4799 元/吨，环比上升 0.51%，周内平均吨毛利 -266 元/吨，环比下降 10.02%。除新疆外 100% 自备火电的电解铝企业，即时成本 16227 元/吨，环比下降 1.86%，长江现货铝价 19280 元/吨，环比上升 0.73%，吨铝盈利 2027 元，环比上升 17.18%。具体走势如下：

图表 56：电解铝的完全成本构成

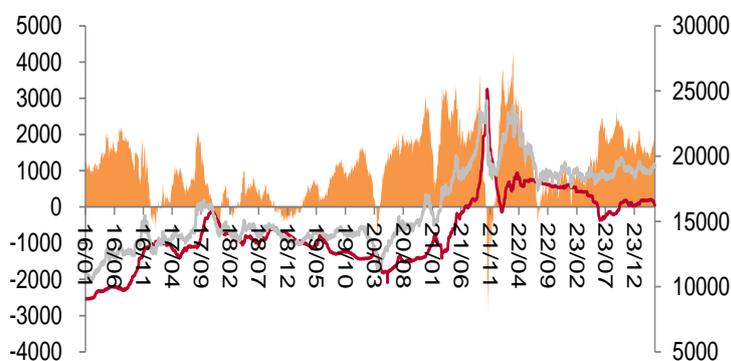
■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 57：电解铝成本、利润情况（元/吨）

■ 利润 — 完全成本（右轴） — 长江现货价格（右轴）

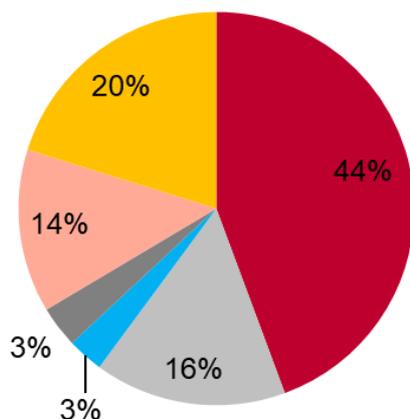


来源：WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所

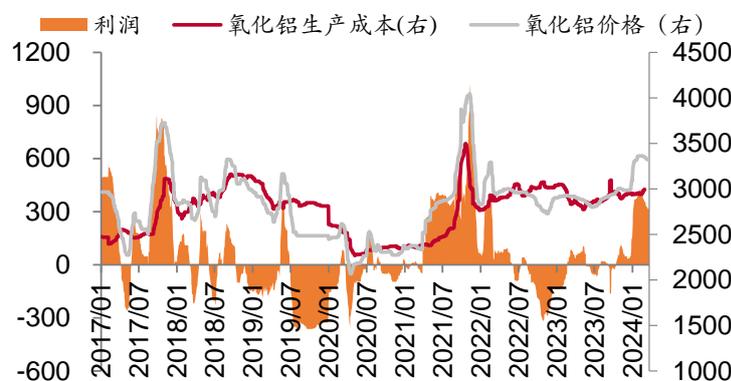
注：测算对象为除新疆外 100% 自备火电的电解铝企业的即时盈亏情况

图表 58：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

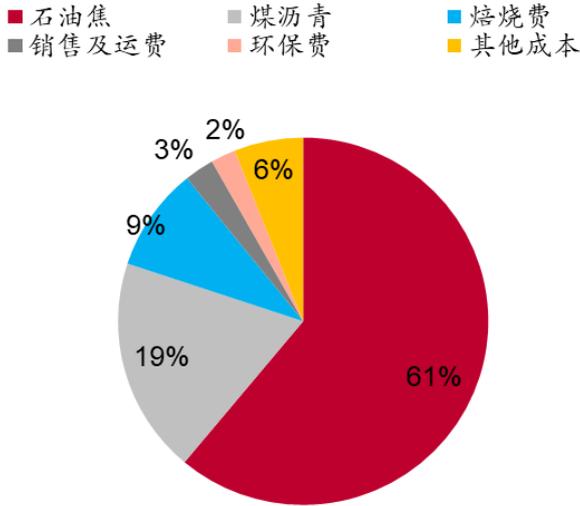


来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 59：氧化铝成本、利润情况（元/吨）


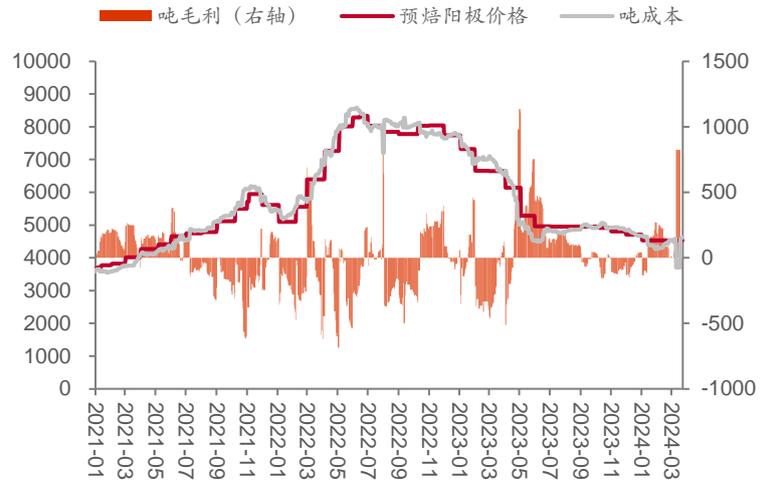
来源：WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 60: 预焙阳极生产成本构成



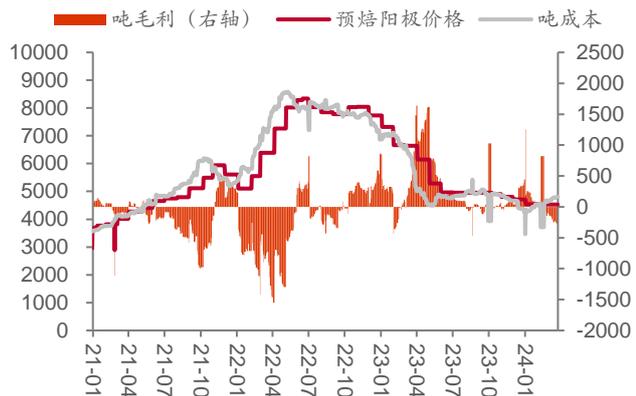
来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 61: 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

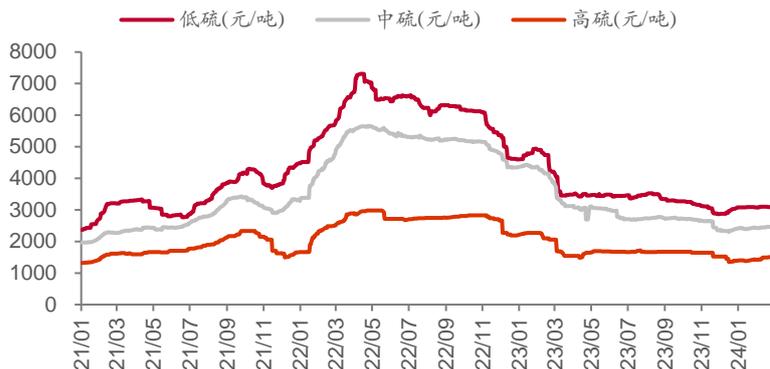
图表 62: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)



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 22 日, 低硫石油焦价格为 3090.23 元/吨, 周环比下降 0.1%, 同比下降 26.63%。中硫石油焦价格 2485.00 元/吨, 周环比上升 0.7%, 同比下降 35.90%。高硫石油焦价格为 1501.54 元/吨, 周环比上升 0.2%, 同比下降 26.59%。

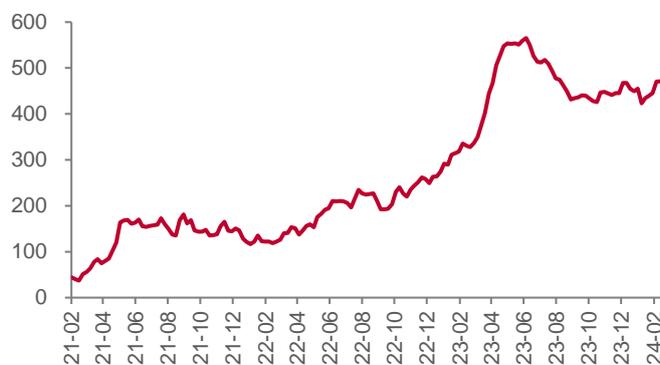
图表 63: 石油焦价格 (元/吨)



来源：Wind、中泰证券研究所

- **石油焦库存环比上升。**截至 3 月 22 日，石油焦库存总量 475.5 万吨，同比上升 41.22%，环比下降 0.06%。

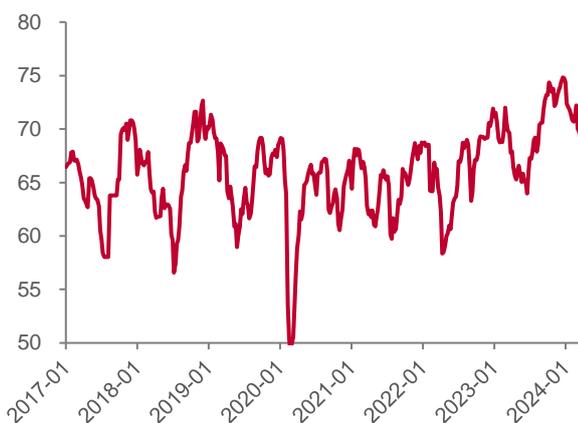
图表 64：石油焦库存（万吨）



来源：钢联、中泰证券研究所

- **石油焦开工率下降。**截止 3 月 22 日，国内石油焦开工率为 69.23%，环比下降 0.69%。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 65：国内石油焦产能利用率（%）



来源：钢联、中泰证券研究所

图表 66：国内石油焦月度表观消费量（万吨）

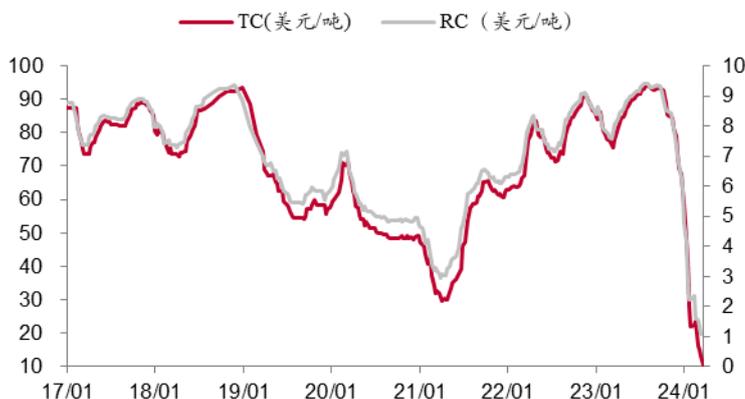


来源：钢联、中泰证券研究所

4.2 铜：宏观无明显利空 铜价高位支撑依旧

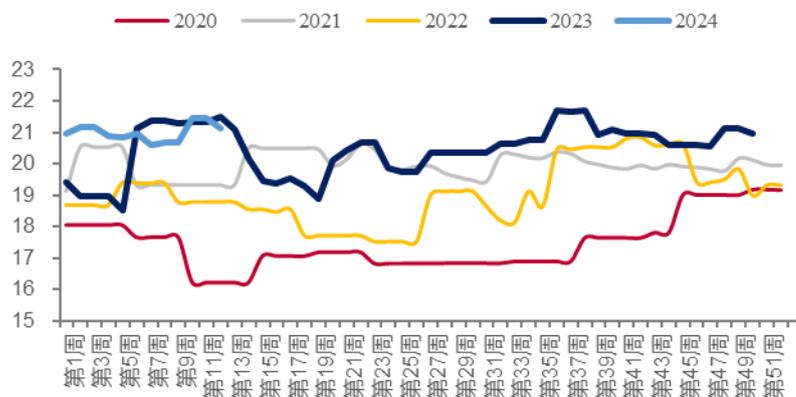
- **CSPT 会议将于下周召开 现货加工费下行并未遏制。**3 月 22 日 SMM 进口铜精矿指数（周）报 10.63 美元/吨，较上一期的 13.25 美元/吨减少

2.62 美元/吨，周内铜精矿现货市场成交较少。CSPT 小组于 3 月 28 日召开 2024 年第一季度总经理办公会议。据 SMM，上周 3 月 13 日上午在北京召开“铜冶炼企业座谈会”，中国工信部正在酝酿正式的文书，以帮助中国铜冶炼厂解决铜矿加工费快速下滑，矿山原料供应紧张等行业热点问题。

图表 67: 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 21.14 万吨，环比下降 1.37%。

图表 68: 电解铜周度产量 (万吨)


来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 69: 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

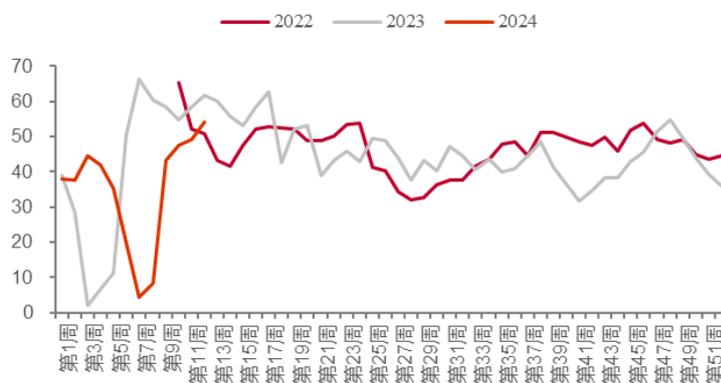
- 废铜: 铜价维持高位, 持货商积极出货。** 本周再生铜原料交投活跃, 持货商趁目前高价积极出货, 再生铜杆厂借此机会也大量采购再生铜, 目前再生铜原料库存能满足再生杆厂持续开工 3-4 天。但是, 再生铜回收商目前表示, 再生铜原料供应只是短期内有大量库存流通到市场上, 长期来看, 再生铜原料供应依然偏紧。

图表 70: 精废价差 (不含税)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 71: 再生铜杆开工率情况

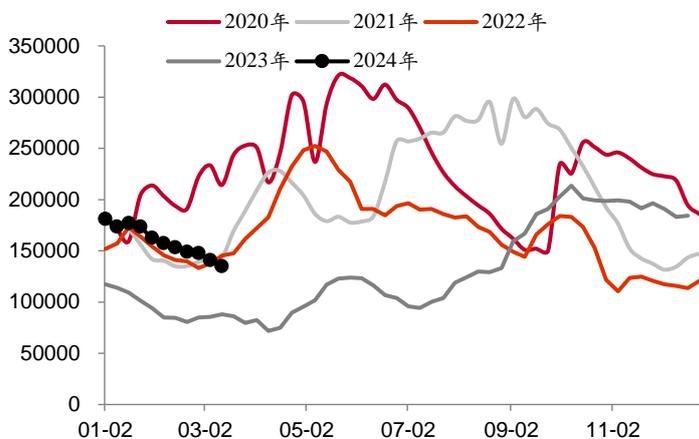


来源: SMM, 中泰证券研究所

- 库存变化: 社会库存方面,** 截至 3 月 21 日, 国内社会库存 39.5 万吨,

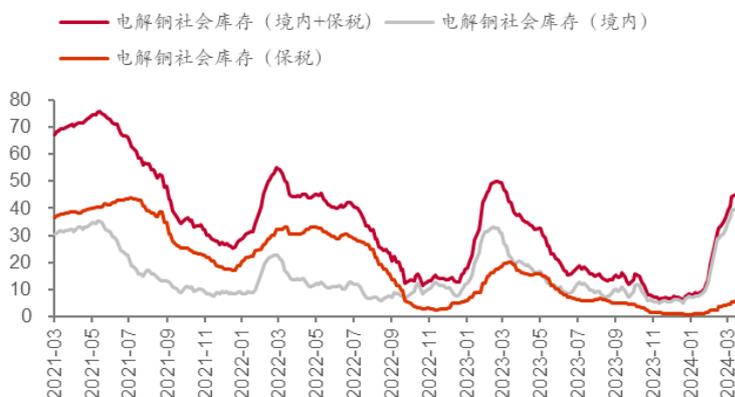
环比上升 0.59 万吨。**海外库存（期货）方面**，截止 3 月 21 日，LME+COMEX 铜库存量 13.93 万吨，环比下降 0.38 万吨。

图表 72: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

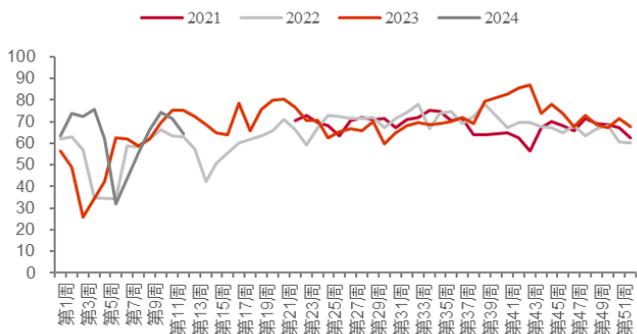
图表 73: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

- **垒库压力下精铜杆开工率连降 预计下周回升空间有限。**电线电缆方面，本周铜线缆企业开工率为 70.56%，环比下降 3 个百分点。铜价居高不下，且下游实际需求量增量有限的情况下，企业开工难有明显改善。精铜杆方面，本周国内主要精铜杆企业周度开工率为 64.37%，环比下降 6.95 个百分点。多数企业表示订单持续疲软，当前生产维持刚需水平，同时周内存在部分企业在垒库压力下停产，因此本周精铜杆开工率出现超预期下降。

图表 74: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 75: 电线电缆开工率 (%)



来源: SMM, 中泰证券研究所

4.3 锌: 国内外宏观情绪转变叠加矿端扰动, 内外盘先跌后涨

- 本周处于 4 月加工费谈判前夕，市场情绪焦灼；海外 Volcan 矿商因许可证问题暂停三座矿山生产，预计影响量 8000 吨左右，加拿大 BMC 矿业将恢复 KZK 铅锌铜项目，锌一年可生产 2.35 亿磅，嘉能可因洪水问题将暂停 McArthur River 锌矿生产，预计影响 2 万吨左右，多空信息交织，同时连云港库存不足 7 万吨，短期矿紧缺情况不改，预计加工费延续弱势。

图表 76: 国产及进口锌精矿加工费对比



来源: SMM, 中泰证券研究所

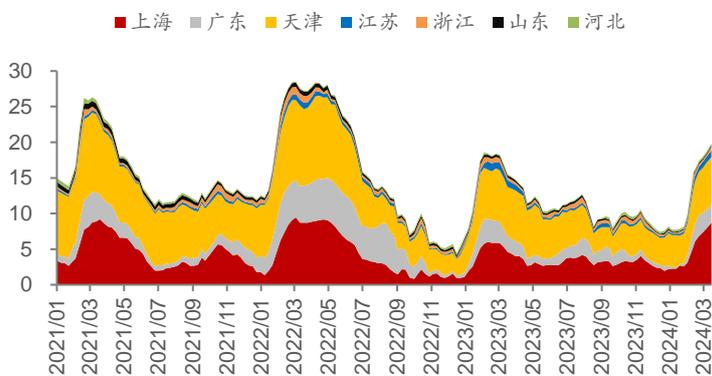
图表 77: 国产锌精矿分地区加工费

	2024/03/08	2024/03/15	2024/03/22	单位
国产 (周)	3800	3800	3800	元/金属吨
进口 (周)	80.0	80.0	80.0	美元/干吨
内蒙古	3900	3900	3900	元/金属吨
云南	3750	3750	3750	元/金属吨
湖南	4050	4050	4050	元/金属吨
广西	3900	3900	3900	元/金属吨
陕西	3700	3700	3700	元/金属吨
四川	3600	3600	3600	元/金属吨
甘肃	3850	3850	3850	元/金属吨

来源: SMM, 中泰证券研究所

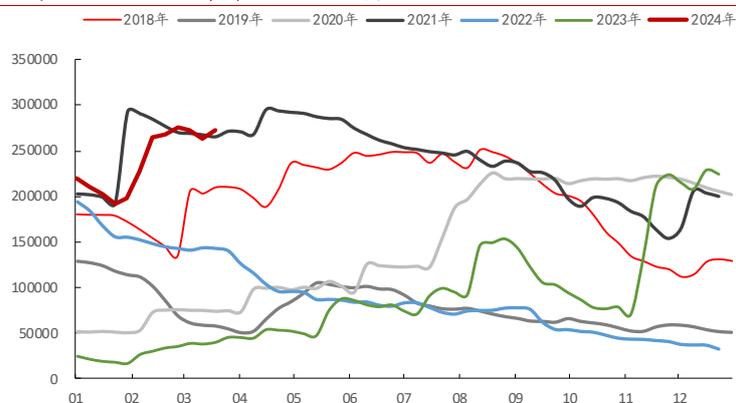
- 本周沪伦比值于 8.5 附近震荡, 进口窗口持续关闭。海外来看, 受市场降息押注转变影响, 伦锌先跌后涨, 整体重心下降; 国内来看, 下游消费不佳持续拖累锌价走势, 然国内央行表示仍有降准空间, 沪锌受到提振同样先跌后涨, 基本恢复周初水平, 相较而言沪锌走势偏强, 沪伦比值有所修复。预计后续国内或开启去库进程, 后续沪伦比值或有所修复。
- **库存变化:** 据 SMM 调研, 截至本周四 (3 月 21 日), SMM 七地锌锭库存总量为 19.82 万吨, 较 3 月 14 日增加 1.03 万吨, 较 3 月 18 日减少 0.03 万吨, 国内库存录减。周内上海库存增加明显, 一是周内正值交割, 仓单有所增加, 二是周内进口继续流入, 下游刚需采买, 整体库存录增; 广东地区库存减少, 主因周内受绿通产品影响, 运输车辆较少, 仓库到货有所减少, 下游刚需采买进行提货, 整体库存小幅录减; 天津地区库存小幅减少, 天津地区贸易商厂提较多, 仓库到货较少, 叠加周内环保限产结束下游开工有所恢复, 周内低价时成交小幅改善, 整体库存录减。整体来看, 原三地库存增加 0.01 万吨, 七地库存降低 0.03 万吨。LME 方面, 本周伦锌库存有所回升, 截至 3 月 22 日, 伦锌库存量 272,100 吨, 较上周增加 7,975 吨。

图表 78: 国内锌七地库存 (万吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 79: LME 锌库存变动趋势 (吨)



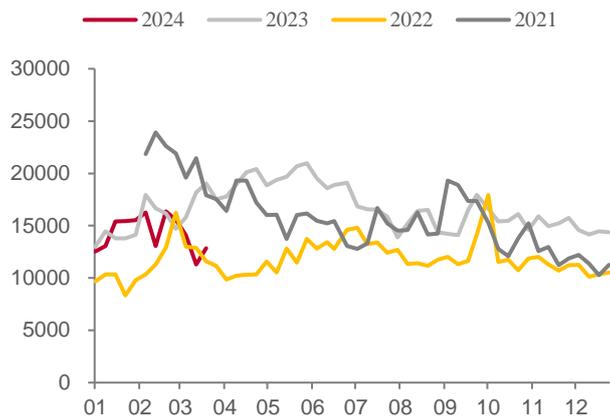
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 80: 镀锌开工率 (%)

图表 81: 镀锌原料库存 (吨)

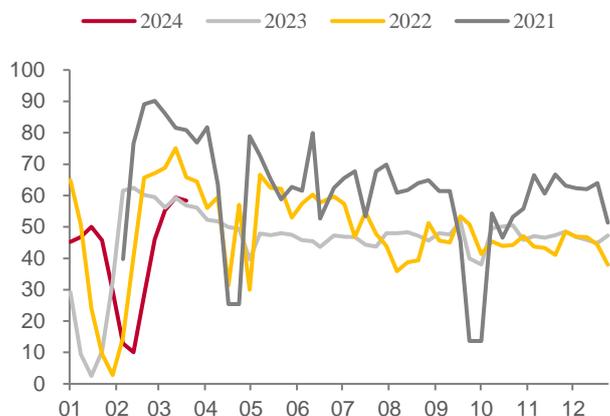


来源：SMM，中泰证券研究所



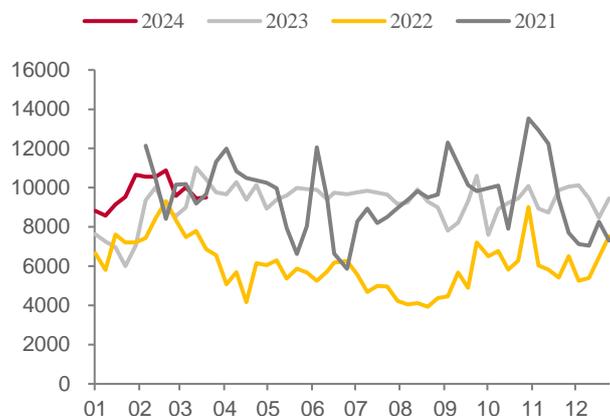
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 82：压铸锌开工率 (%)



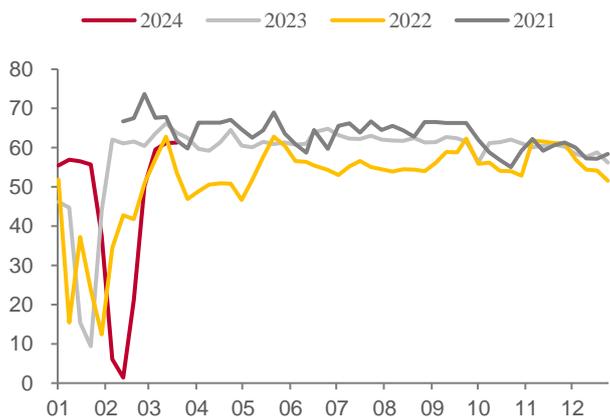
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 83：压铸锌原料库存 (吨)



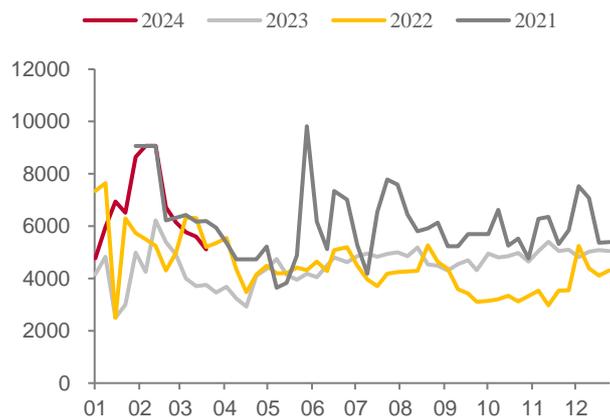
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 84：氧化锌开工率 (%)



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 85：氧化锌原料库存 (吨)



来源：SMM，中泰证券研究所

4.4 钢铁：下游出货转好，市场情绪明显提振

- **钢价小幅上升：**Myspic 综合钢价指数环比上周上升 1.01%，其中长材上升 0.97%，板材上升 1.07%。上海螺纹钢 3610 元/吨，较上周下降

100 元/吨，幅度 2.85%。上海热轧卷板 3840 元/吨，较上周上升 90 元/吨，幅度 2.40%。

图表 86: 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	140.63	139.22	1.01%	148.74	-5.45%	158.43	-11.24%
MySpic指数:长材	156.33	154.83	0.97%	167.5	-6.67%	176.94	-11.65%
MySpic指数:扁平	125.61	124.28	1.07%	130.8	-3.97%	140.72	-10.74%
上海螺纹钢	3610	3510	2.85%	3890	-7.20%	4210	-14.25%
基差	-2	20	-22	137	-139	105	-107
广州-沈阳价差	180	170	10	310	-130	120	60
上海-沈阳价差	-50	-110	60	-60	10	0	-50
上海热轧板卷	3840	3750	2.40%	3920	-2.04%	4280	-10.28%
基差	18	58	-40	36	-18	55	-37
不锈钢(201/2B卷板:2.0mm)	8750	8850	-1.13%	9050	-3.31%	9550	-8.38%
取向硅钢(30Q120)	11100	11500	-3.48%	12300	-9.76%	19000	-41.58%
无取向硅钢(50WW600)	5400	5400	0.00%	5300	1.89%	5500	-1.82%

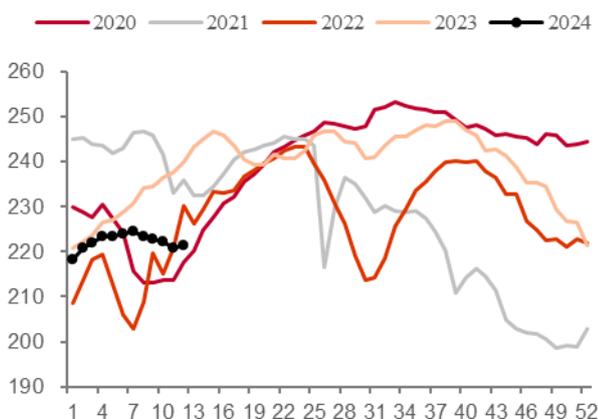
来源: Wind, 中泰证券研究所

- **供应低位企稳:** 本周五大钢材品种供应 848.02 万吨, 周环比下降 0.75 万吨, 降幅为 0.09%。本周一共新增 12 座高炉复产, 7 座高炉检修, 周内铁水小幅增加, 产量回升速度偏缓。
- **库存去库拐点到来:** 本周五大钢材总库存 2439.14 万吨, 周环比减 65.16 万吨, 降幅为 2.60%。库存去库拐点到来, 市场情绪提振。

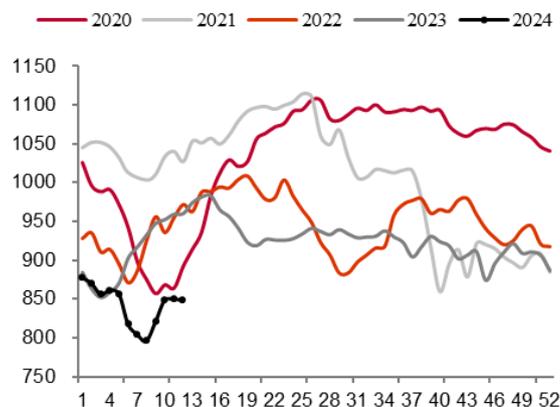
图表 87: 本周库存波动对比 (万吨)

万吨	本周产量 2024/3/22	环比上周 2024/3/15	本周社库 2024/3/22	环比上周 2024/3/15	本周厂库 2024/3/22	环比上周 2024/3/15
螺纹	211.61	-6.92	909.17	-25.11	380.80	-9.72
线材	82.46	2.13	146.59	-10.38	138.63	-5.11
热轧	319.75	1.24	339.42	-11.60	92.55	-2.11
中板	147.97	2.89	159.63	-2.76	79.87	1.52
冷轧	86.46	-0.09	152.83	-0.41	39.65	0.55
合计	848.25	-0.75	1707.64	-50.26	731.50	-14.87

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

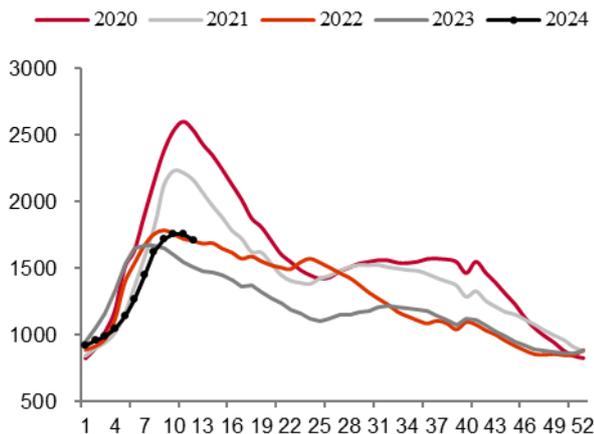
图表 88: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

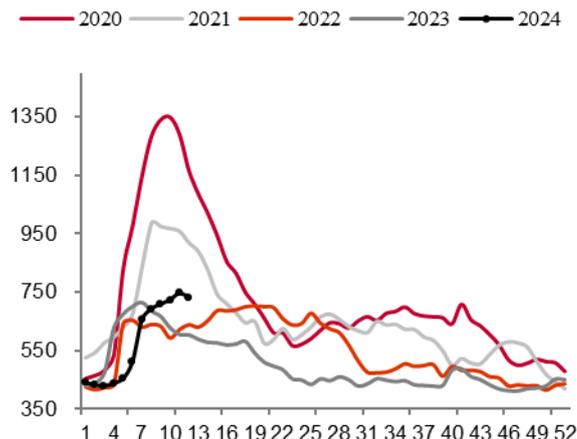
图表 89: 五大品种周度产量合计 (万吨)


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 90: 历年五大品种社库波动 (万吨)
图表 91: 历年五大品种厂库波动 (万吨)



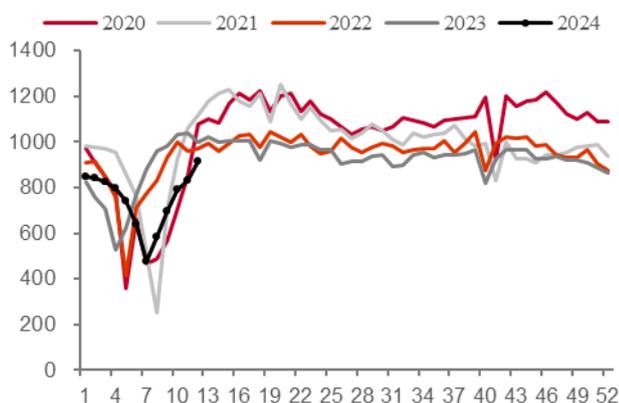
来源: Mysteel, 中泰证券研究所



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

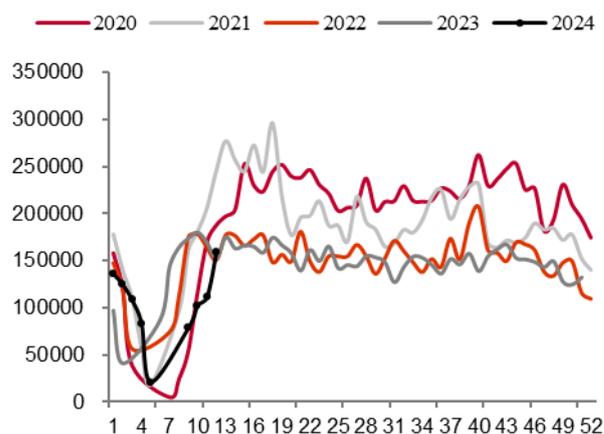
- **消费出货转好**, 本周五大品种周消费量为 913.4 万吨, 增幅为 9.96%; 其中建材消费环比增 21.36%, 板材消费环比增 4.04%。建筑用钢成交量环比明显改善, 周初成材成交量高达 18 万吨/天, 为今年以来最高水平。

图表 92: 五大品种总表观消费量 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 93: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

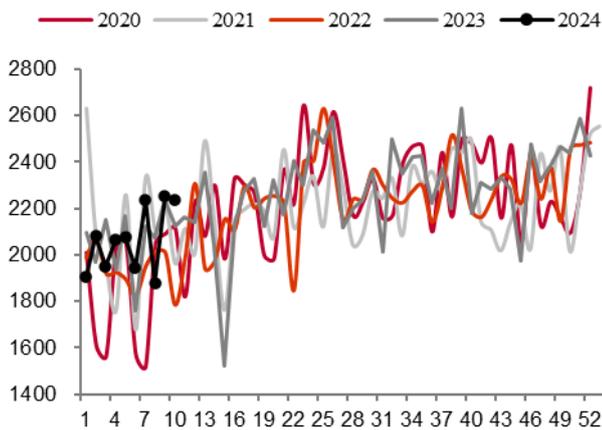
- **矿价小幅上升**: 本周 Platts62%107 美元/吨, 周环比上升 6 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 2015.6 (1446.0+569.6) 万吨, 环比下降 222.1 万吨, 其中中国到港量 1072.4 万吨, 环比下降 87.9 万吨。最新钢厂进口矿库存天数 24 天, 环比上升 2 天。天津准一冶金焦 1940 元/吨, 环比下降 100 元/吨。废钢 2500 元/吨, 环比下降 3.98%。

图表 94: 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	107	100	6	122	-15	122	-15
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	826	776	50	951	-125	890	-64
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	665	660	5	850	-185	765	-100
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-826	-776	-50	-951	125	-890	64
	卡粉-超特	元/湿吨	-665	-660	-5	-850	185	-765	100
	PB粉-超特	元/湿吨	161	116	45	101	60	125	36
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	30	31	-1	24	6	20	10
	西澳-青岛	美元/吨	12	12	0	10	3	9	3
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	1940	2040	-100	2240	-300	2810	-870
	京唐港主焦煤	元/吨	2100	2100	0	2550	-450	2500	-400
张家港废钢		元/吨	2500	2510	-10	2650	-150	2800	-300
唐山方坯Q235		元/吨	3410	3310	100	3540	-130	3860	-450

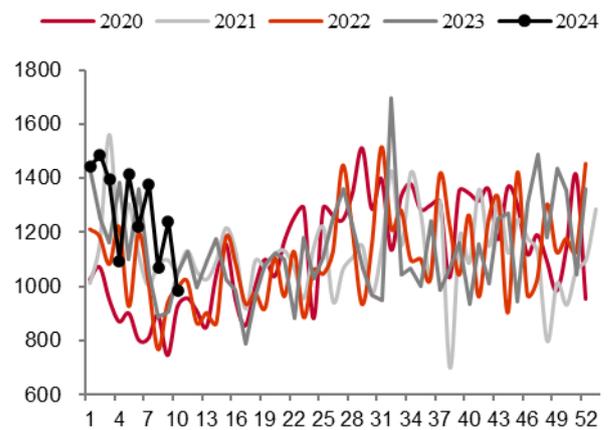
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 95: 澳洲巴西铁矿石发货量(万吨)



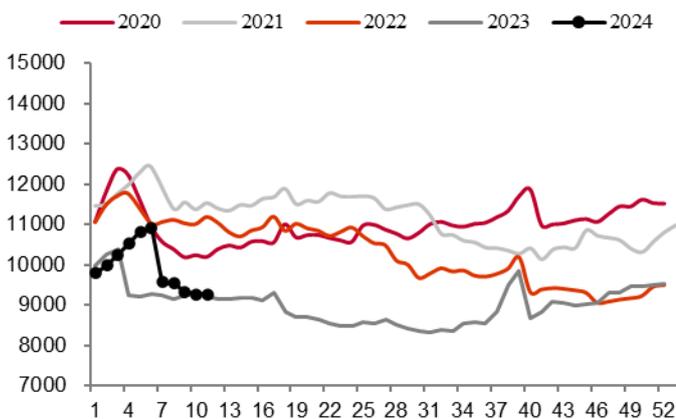
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 96: 中国铁矿石到港量(万吨)



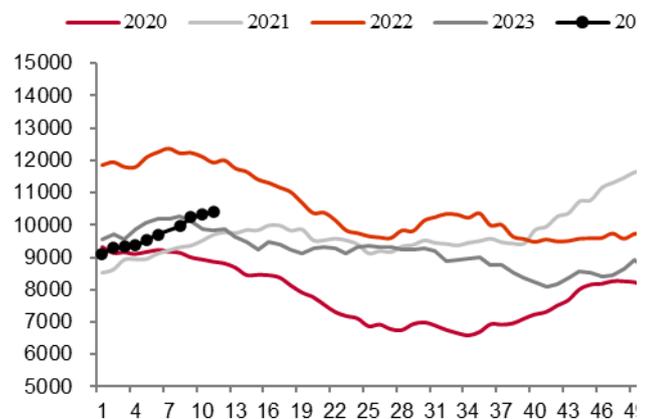
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 97: 进口矿港口库存(万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 98: 进口矿钢厂库存(万吨)

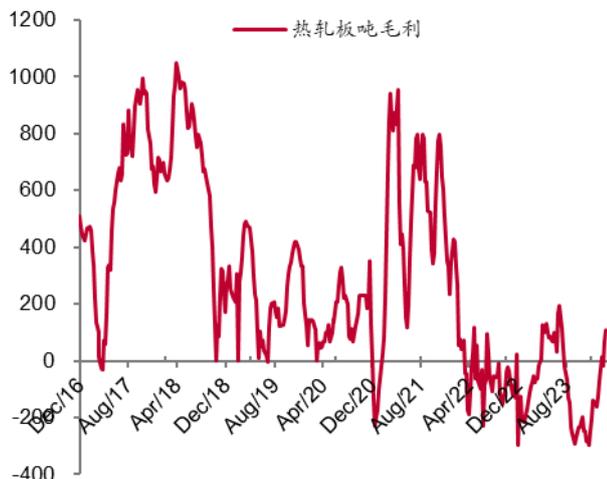


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 吨钢盈利涨跌不一: 热轧卷板(3mm)毛利 110 元/吨, 毛利率升至 3.18%; 冷轧板(1.0mm)毛利-20 元/吨, 毛利率降至 0.50%; 螺纹钢

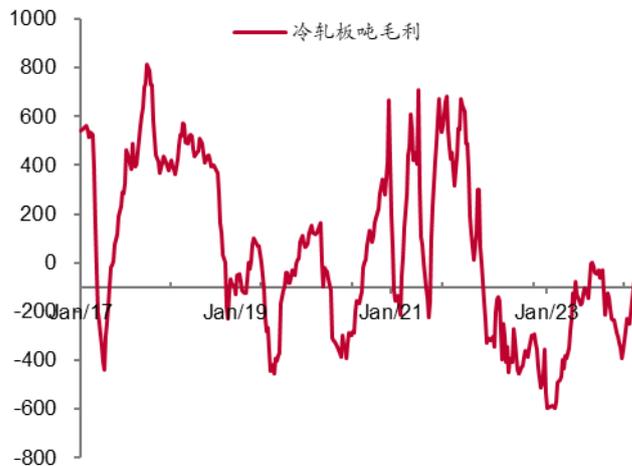
(20mm)毛利-9 元/吨, 毛利率降至-0.29%; 中厚板(20mm)毛利-86 元/吨, 毛利率降至-2.52%。

图表 99: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)



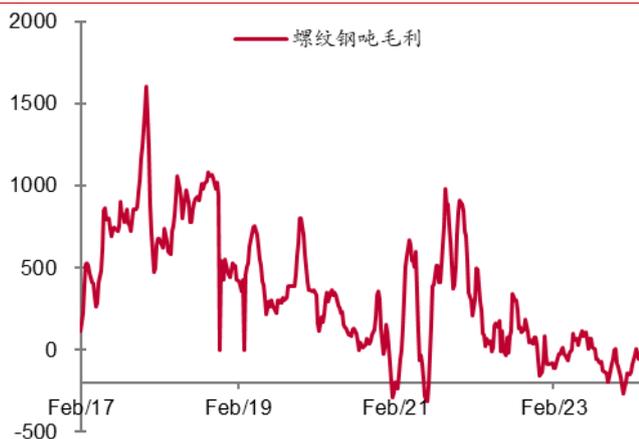
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 100: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)



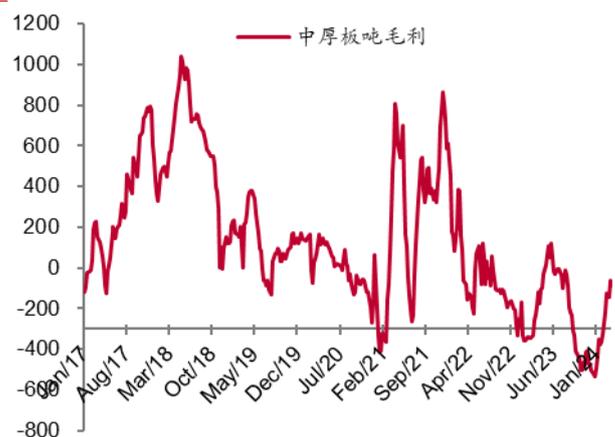
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 101: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 102: 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:** 本周美联储指引偏鸽, 但 Markit PMI 数据超预期, 金价冲高回落, 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。
- **大宗金属恰处布局良机, 全球制造业 PMI 升破荣枯线,** 同时供给端扰动不断, 基本金属价格整体维持高位。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。