

**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

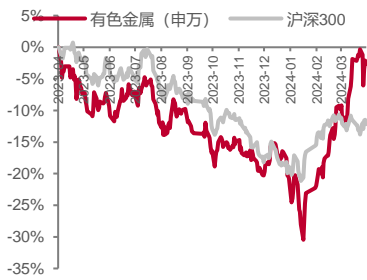
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

**基本状况**

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	29,645.86
行业流通市值(亿元)	26,073.05

**行业-市场走势对比**



**图表：周内商品价格变动**

	单位	本周五(4.19) 价格	周度涨跌幅
COMEX黄金	美元/盎司	2,413.80	1.67%
SHFE黄金	元/克	568.30	-0.39%
COMEX白银	美元/盎司	28.84	1.81%
SHFE白银	元/千克	7,418	-0.72%
LME铜	美元/吨	9,875	4.97%
SHFE铜	元/吨	79,370	3.20%
LME铝	美元/吨	2,661	7.34%
SHFE铝	元/吨	20,350	-1.86%
LME锡	美元/吨	2,214	2.10%
SHFE锡	元/吨	17,315	3.31%
LME锌	美元/吨	2,851	1.73%
SHFE锌	元/吨	22,740	-1.32%
LME镍	美元/吨	35,925	12.53%
SHFE镍	元/吨	272,560	7.13%
LME镍	美元/吨	19,455	9.92%
SHFE镍	元/吨	140,910	1.92%

来源：wind、中泰证券研究所

**投资要点**

- 【本周关键词】：国内 Q1 GDP 超预期，基建预期增强，黄金ETF持仓环比增加**
- 投资建议：趋势的延续，维持行业“增持”评级**

1) **贵金属**：本周市场进一步压降年内美联储降息预期，但目前美国十年期国债实际收益率已处于 2%左右的历史高位，降息空间最终将打开并带来实际利率的趋势性下行，而在去全球化背景下，美元信用的持续弱化也将支撑贵金属价格上行至新高度。

2) **大宗金属**：国内 Q1 GDP 超预期，且进一步释放需求刺激政策，海外经济保持韧性，旺季去库开启——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：大宗价格整体上涨**：1) 周内，LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为 5.0%、7.3%、2.1%、1.7%、12.5%、9.9%，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为 3.2%、-1.9%、3.3%、-1.3%、7.1%、1.9%；2) COMEX 黄金收于 2413.80 美元/盎司，环比上涨 1.67%，SHFE 黄金收于 568.30 元/克，环比下跌 0.30%；3) 本周有色行业指数跑输市场，申万有色金属指数收于 4,812.94 点，环比下跌 2.31%，跑输上证综指 3.83 个百分点，工业金属、小金属、能源金属、金属新材料、贵金属的涨跌幅分别为-0.91%、2.66%、-0.55%、-2.26%、-4.05%。
- 宏观“三因素”总结——筑底回升的前半段：国内经济保持复苏趋势；美国 3 月零售销售数据超预期；欧元区 3 月 CPI 同比回落。** 具体来看：

1) **国内 2024 年 Q1 GDP 同比超预期回升**：国内 2024 年 Q1 GDP 当季同比为 5.3%（前值 5.2%，预期 4.92%）；3 月工业增加值当月同比为 4.5%（前值-12.7%，预期 5.32%），3 月固定资产投资累计同比为 4.5%（前值 4.2%，预期 4.39%），3 月社会消费品零售总额当月同比为 3.1%（前值 5.5%，预期 4.83%）。

2) **美国 3 月零售同比回升，环比超预期**：3 月零售销售同比 4.02%（前值 2.11%），环比 0.72%（前值 0.94%，预期 0.30%），核心零售环比 1.06%（前值 0.59%，预期 0.40%）；3 月私人住宅开工折年 132.1 万套（前值 154.9 万套，预期 148.0 万套）。

3) **欧元区 3 月 CPI 同比回落环比回升**：4 月 ZEW 经济景气指数为 43.9（前值 33.5，预期 37.2）；2 月欧元区商品出口金额当月同比为 0.3%（前值 0.9%），进口金额当月同比为-8.4%（前值-16.3%）；3 月欧元区 CPI 同比为 2.4%（前值 2.6%，预期 2.4%），环比 0.8%（前值 0.6%，预期 0.8%）。

4) **3 月全球制造业景气度回升**：3 月全球制造业 PMI 为 50.6，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：黄金保持上升趋势**

周内，十年期美债实际收益率 2.21%，环比+0.010pcts，实际收益率模型计算的残差为 1655.4 美元/盎司，环比+79.7 美元/盎司；美国 3 月零售销售数据超预期，市场对美联储降息的预期有所降温，但去全球化背景下，Comex 金价继续回升。目前美国十年期国债实际收益率已处于 2%左右的历史高位，降息空间最终将打开并带来实际利率下行，而去全球化背景下，美元信用的持续弱化也将支撑金价上行至新高度。
- 大宗金属：海外再通胀预期升温，基本金属价格进一步走高**

周内，美国 3 月零售销售数据超预期，市场对美联储降息预期有所降温；国内方面，24 年 Q1 GDP 同比超预期，且国家发改委继续进行项目推进，计划在 6 月增发国债项目全部开始动工，基建预期增强，基本金属价格有所回升。

1、**对于电解铝，美通胀数据超预期，多空博弈铝市短期宽幅震荡。**

供应方面，云南总启槽产能约 44 万吨，预计四月底第一批复产基本达成。截至目前，电解铝行业开工产能 4243.1 万吨。库存方面，国内铝锭库存

96.8 万吨，环比下降 1.5 万吨；国内铝棒库存 54.06 万吨，环比下降 0.52 万吨。需求方面，国内铝加工企业开工维持弱势状态，型材方面订单仍未有较大好转，终端观望情绪浓厚下单意愿不足。铝板带箔开工持稳为主，部分企业反馈食品包装方面订单略有好转，线缆仍表现亮眼。成本方面，目前电解铝 90 分位成本 17810 元/吨。

- 1) 截至 4 月 19 日，氧化铝价格 3316 元/吨，环比增长 0.21%，氧化铝成本 3006 元/吨，环比上升 0.32%，吨毛利 310 元/吨，环比下降 0.79%。
- 2) 预焙阳极方面，周内均价 4560 元/吨，保持不变；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4786 元/吨，环比上升 0.33%，周内平均吨毛利-229 元/吨，环比上升 14.25%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4560 元/吨，与上周持平，周内平均吨毛利-3 元/吨。
- 3) 除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 16124 元/吨，环比上升 0.77%，长江现货铝价 20350 元/吨，环比下降 1.17%，吨铝盈利 2805 元环比下降 7.92%。

总结来看，近期中东局势骤然升级，俄铝再受英美制裁以及拜登或将对中国铝材加征关税等，加剧了全球铝金属市场的动荡。基本上，国内电解铝供应维持增长态势，需求整体向好，库存去化，坚定看好铝价上行趋势。

## 2、对于电解铜，美元拉涨铜价冲高回落。

供给方面，4 月 19 日 SMM 进口铜精矿指数（周）报 4.23 美元/吨，较上一期的 6.05 美元/吨减少 1.82 美元/吨。库存方面，截至 4 月 19 日，国内社会库存 47.69 万吨，环比上升 0.13 万吨。海外库存（期货）方面，截止 4 月 19 日，LME+COMEX 铜库存量 14.64 万吨，环比降低 0.43 万吨。需求方面，铜价重心再度抬升，下游消费持续受到打击提货走弱。

总结来看，本周美英宣布对俄罗斯铝、铜和镍实施新的交易限制，大宗商品贸易摩擦加剧，同时矿端紧张持续发酵叠加全球地缘局势动荡铜金融属性持续爆发，期货铜价创新高。长期在供需格局重塑以及全球库存周期正在重启的背景下，电解铜板块有望进一步价值重估。

## 3、对于锌，宏观主导与消费弱势共振，国内外锌价高位震荡。

周内，美国 3 月零售销售数据超预期，市场对美联储降息预期有所降温，而国内 24 年 Q1 GDP 同比超预期，且国家发改委计划在 6 月增发国债项目全部开始动工，基建预期增强，锌价高位震荡。供给方面，百川统计国内锌锭周度产量为 10.47 万吨，环比-4.0%；需求方面，下游企业订单环比改善力度不大，高锌价压制下游采购积极性，周内下游开工率有所回落。库存方面，七地锌锭库存 21.77 万吨，较上周累库 0.67 万吨。

## 4、对于钢铁，铁水产量恢复，黑色系价格小幅上涨。

本周黑色系价格小幅上涨。周中国务院新闻办公室举行新闻发布会释放流动性，万亿元超长期特别国债择期发行，再次释放利好政策，有利于改善当前恢复偏慢的下游需求，提振市场信心。本周成材库存维持去化，钢厂压力进一步释放，目前钢厂已有利润空间，高炉复产意愿加强，铁水产量维持上行通道。高炉复产叠加五一补库预期，市场情绪改善明显，成本也将对钢价形成向上的推动，因此钢价短期或仍维持稳中偏强的格局。

- **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：美股整体回落、A股整体回升.....	- 8 -
1.2 贵金属：贵金属价格保持上升趋势.....	- 9 -
1.3 大宗金属：国内经济延续复苏势头，基本金属价格进一步走高.....	- 9 -
2.宏观“三因素”运行态势跟踪.....	- 10 -
2.1 中国因素：经济保持复苏趋势.....	- 10 -
2.2 美国因素：3月零售销售同比回升，环比超预期.....	- 11 -
2.3 欧洲因素：欧元区3月CPI同比回落环比回升.....	- 13 -
2.4 全球因素：全球制造业PMI持续回升.....	- 13 -
3.贵金属：大周期上行趋势不变.....	- 14 -
3.1 贵金属价格持续上行.....	- 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.....	- 17 -
4.大宗金属：需求旺季临近，供应扰动不断.....	- 20 -
4.1 铝：全球铝贸易摩擦加剧，铝价宽幅震荡.....	- 20 -
4.2 铜：供给扰动持续，期铜强势突破前期高位.....	- 27 -
4.3 锌：宏观主导与消费弱势共振，国内外锌价高位震荡.....	- 30 -
4.4 钢铁：铁水产量恢复，黑色系价格小幅上涨.....	- 32 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 37 -
6.风险提示.....	- 37 -

## 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 GDP 当季同比 (%) .....	- 10 -
图表 9: 国内工业增加值当月同比 (%) .....	- 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: 美国零售销售及同比 .....	- 12 -
图表 17: 美国新屋开工及零售销售同比.....	- 12 -
图表 18: 美国失业率季调 (%) .....	- 12 -
图表 19: 美国当周初请失业金人数季调 (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: 全球央行购金 (单位: 吨)	- 16 -
图表 35: 国内央行黄金储备变动	- 16 -
图表 36: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低	- 17 -
图表 37: 平价上网成为现实 (元/度)	- 17 -
图表 38: 光伏发电渗透率有望快速提升 (吨)	- 18 -
图表 39: 白银供需平衡表预测 (吨)	- 18 -
图表 40: 光伏产业白银需求预测	- 19 -
图表 41: 金银比 (伦敦现货)	- 19 -
图表 42: 金银比修复行情历史复盘	- 20 -
图表 43: 电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨)	- 20 -
图表 44: 电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况 (单位: 万吨)	- 20 -
图表 45: 国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨)	- 21 -
图表 46: 电解铝周度产量 (万吨)	- 21 -
图表 47: 国内电解铝月度表观需求 (万吨)	- 21 -
图表 48: 铝型材开工率 (%)	- 22 -
图表 49: 铝线缆开工率 (%)	- 22 -
图表 50: 铝板带开工率 (万吨)	- 22 -
图表 51: 铝箔开工率 (%)	- 22 -
图表 52: 国内铝锭总库存走势 (万吨)	- 22 -
图表 53: 国内铝棒总库存走势 (万吨)	- 22 -
图表 54: 国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)	- 23 -
图表 55: 国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	- 23 -
图表 56: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	- 23 -
图表 57: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)	- 23 -
图表 58: LME 铝期货库存变动 (万吨)	- 23 -
图表 59: 电解铝的完全成本构成	- 24 -
图表 60: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)	- 24 -
图表 61: 氧化铝生产成本构成	- 24 -
图表 62: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)	- 24 -
图表 63: 预焙阳极生产成本构成	- 25 -
图表 64: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)	- 25 -
图表 65: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)	- 25 -
图表 66: 石油焦价格 (元/吨)	- 26 -
图表 67: 石油焦库存 (万吨)	- 26 -
图表 68: 国内石油焦产能利用率 (%)	- 27 -

图表 69: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)	- 27 -
图表 70: 铜矿 TC/RC	- 27 -
图表 71: 电解铜周度产量 (万吨)	- 28 -
图表 72: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	- 28 -
图表 73: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	- 29 -
图表 74: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)	- 29 -
图表 75: 电解铜社会库存变动 (万吨)	- 29 -
图表 76: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	- 30 -
图表 77: 电线电缆开工率 (%)	- 30 -
图表 78: 国产及进口锌精矿加工费对比	- 30 -
图表 79: 国产锌精矿分地区加工费	- 30 -
图表 80: 国内锌七地库存 (万吨)	- 31 -
图表 81: LME 锌库存变动趋势 (吨)	- 31 -
图表 82: 镀锌开工率 (%)	- 31 -
图表 83: 镀锌原料库存 (吨)	- 31 -
图表 84: 压铸锌开工率 (%)	- 32 -
图表 85: 压铸锌原料库存 (吨)	- 32 -
图表 86: 氧化锌开工率 (%)	- 32 -
图表 87: 氧化锌原料库存 (吨)	- 32 -
图表 88: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨)	- 33 -
图表 89: 本周库存波动对比 (万吨)	- 33 -
图表 90: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)	- 33 -
图表 91: 五大品种周度产量合计 (万吨)	- 33 -
图表 92: 历年五大品种社库波动 (万吨)	- 34 -
图表 93: 历年五大品种厂库波动 (万吨)	- 34 -
图表 94: 五大品种总表观消费量 (万吨)	- 34 -
图表 95: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)	- 34 -
图表 96: 钢铁主要生产要素价格一览	- 35 -
图表 97: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)	- 35 -
图表 98: 中国铁矿石到港量 (万吨)	- 35 -
图表 99: 进口矿港口库存 (万吨)	- 35 -
图表 100: 进口矿钢厂库存 (万吨)	- 35 -
图表 101: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 36 -
图表 102: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 36 -
图表 103: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)	- 36 -

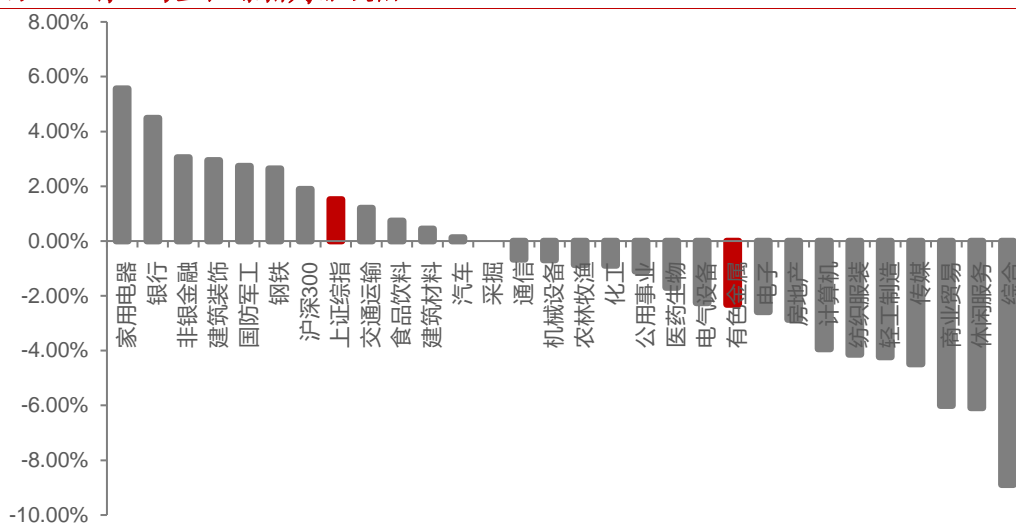
图表 104: 中厚板毛利变化 (元/吨) ..... - 36 -

## 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↑0.01%，纳斯达克↓5.52%，标普↓3.05%）。
- 本周 A 股整体回升：上证指数收于 3,019.47 点，环比上涨 1.52；深证成指收于 9,279.46 点，环比上涨 0.56%；沪深 300 收于 3,541.66 点，环比上涨 1.89%；申万有色金属指数收于 4,812.94 点，环比下跌 2.31%，跑输上证综指 3.83 个百分点。

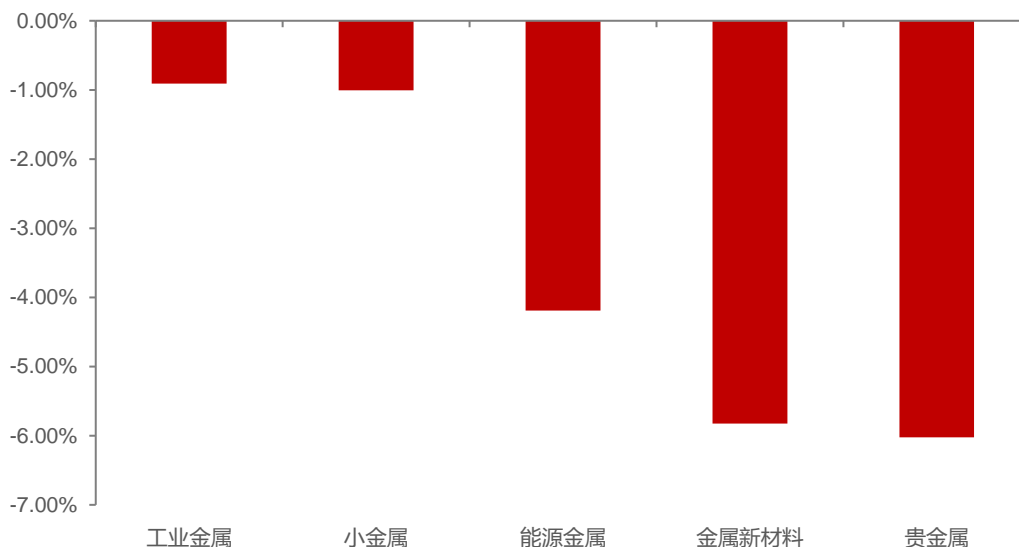
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，工业金属、小金属、能源金属、金属新材料、贵金属的涨跌幅分别为-0.91%、-1.01%、-4.19%、-5.82%、-6.02%。

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	2024.04.19 收盘价	2024.04.12 收盘价	周涨跌幅
601677.SH	明泰铝业	12.99	11.98	8.4%
000960.SZ	锡业股份	18.32	17.05	7.4%
603993.SH	洛阳钼业	9.48	8.96	5.8%
000792.SZ	盐湖股份	17.41	16.47	5.7%
600362.SH	江西铜业	27.18	25.90	4.9%
603979.SH	金诚信	56.83	54.90	3.5%
601168.SH	西部矿业	21.02	20.36	3.2%
000878.SZ	云南铜业	14.65	14.31	2.4%
601899.SH	紫金矿业	18.63	18.39	1.3%
002171.SZ	楚江新材	8.20	8.12	1.0%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 周内有色金属领跌个股

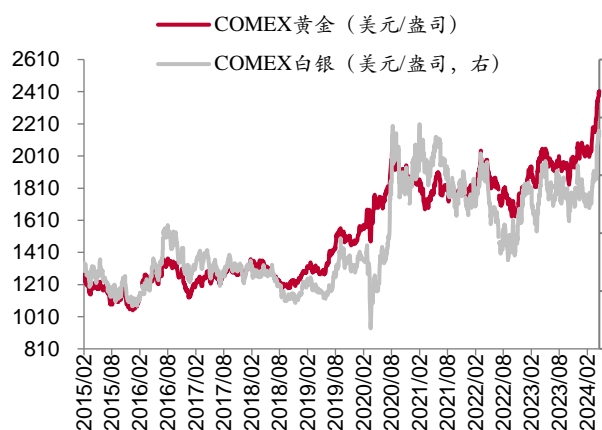
证券代码	证券名称	2024.04.19 收盘价	2024.04.12 收盘价	周涨跌幅
002295.SZ	精艺股份	6.68	8.84	-24.4%
002806.SZ	华锋股份	7.50	9.54	-21.4%
300057.SZ	万顺新材	4.32	5.24	-17.6%
603978.SH	深圳新星	10.20	12.34	-17.3%
002842.SZ	翔鹭钨业	5.85	7.07	-17.3%
300328.SZ	宜安科技	4.66	5.61	-16.9%
002645.SZ	华宏科技	9.50	11.31	-16.0%
603399.SH	吉翔股份	6.60	7.85	-15.9%
688077.SH	大地熊	14.61	17.02	-14.2%
002996.SZ	顺博合金	8.04	9.34	-13.9%

来源: Wind, 中泰证券研究所

## 1.2 贵金属: 贵金属价格保持上升趋势

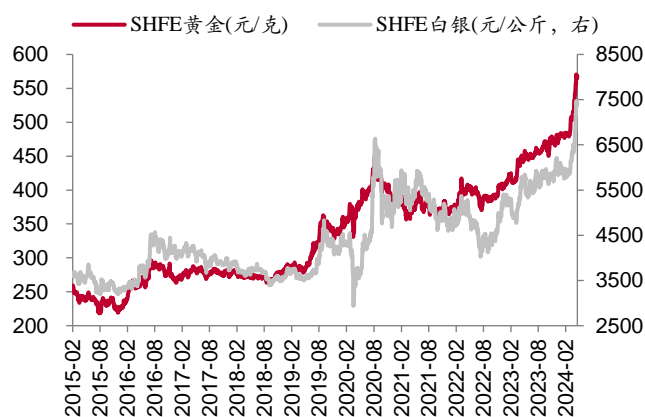
- 周内, 美国 3 月零售销售数据超预期, 市场对美联储降息的预期有所降温, 但去全球化趋势下, 贵金属价格有所回升。截至 4 月 19 日, COMEX 黄金收于 2413.80 美元/盎司, 环比上涨 1.67%; COMEX 白银收于 28.84 美元/盎司, 环比上涨 1.81%; SHFE 黄金收于 568.30 元/克, 环比下跌 0.30%; SHFE 白银收于 7418 元/千克, 环比下跌 0.72%。

图表 5: COMEX 黄金&amp;白银价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: SHFE 黄金&amp;白银价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

## 1.3 大宗金属: 国内经济延续复苏势头, 基本金属价格进一步走高

- 周内, 美国 3 月零售销售数据超预期, 市场对美联储降息预期有所降温; 国内方面, 24 年 Q1 GDP 同比超预期, 且国家发改委继续进行项目推进, 计划在今年 6 月增发国债项目全部开始动工, 基建预期增强, 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 5.0%、7.3%、2.1%、1.7%、12.5%、9.9%, 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	9875	6082	5.0%	1.2%	62.4%	83.8%
	SHFE	79370	48020	3.2%	12.8%	65.3%	
铝	LME	2661	1794	7.3%	-5.4%	48.3%	74.7%
	SHFE	20350	14100	-1.9%	-0.1%	44.3%	
铅	LME	2214	1988	2.1%	-3.3%	11.4%	63.3%
	SHFE	17315	14850	3.3%	13.2%	16.6%	
锌	LME	2851	2373	1.7%	-19.4%	20.1%	82.1%
	SHFE	22740	18160	-1.3%	-5.7%	25.2%	
锡	LME	35925	17200	12.5%	-7.8%	108.9%	95.2%
	SHFE	272560	137340	7.1%	-8.0%	98.5%	
镍	LME	19455	13375	9.9%	-6.0%	45.5%	55.2%
	SHFE	140910	105850	1.9%	-7.3%	33.1%	

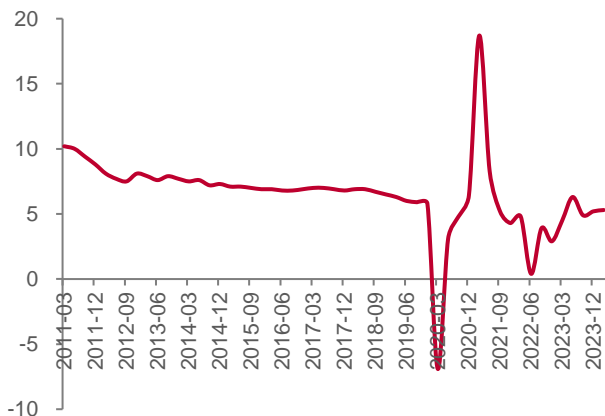
来源: wind, 中泰证券研究所, 注: LME 金属单位为美元/吨, SHFE 金属单位为元/吨。

## 2.宏观“三因素”运行态势跟踪

### 2.1 中国因素：经济保持复苏趋势

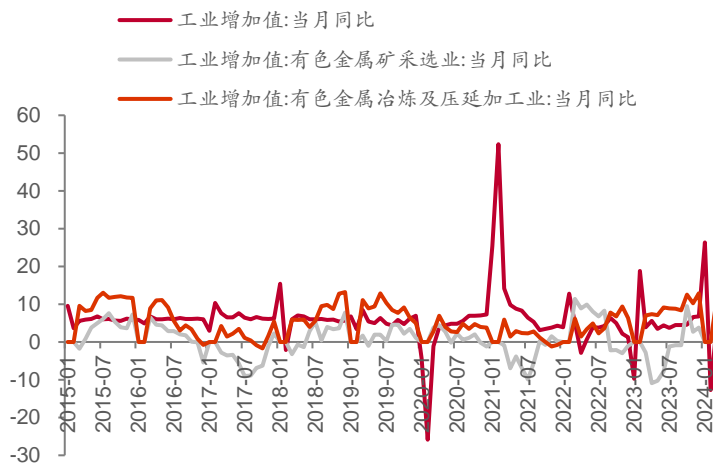
- 国内 2024 年 Q1 GDP 同比超预期回升。本周披露国内 2024 年 Q1 GDP 当季同比为 5.3% (前值 5.2%, 预期 4.92%); 3 月工业增加值当月同比为 4.5% (前值-12.7%, 预期 5.32%), 3 月固定资产投资累计同比为 4.5% (前值 4.2%, 预期 4.39%), 3 月社会消费品零售总额当月同比为 3.1% (前值 5.5%, 预期 4.83%)。

图表 8: 国内 GDP 当季同比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 国内工业增加值当月同比 (%)

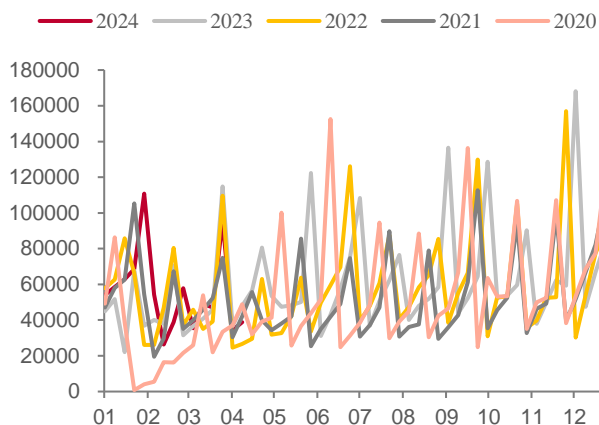


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 国内高频数据跟踪：汽车消费回升、地产数据回升、出口回落

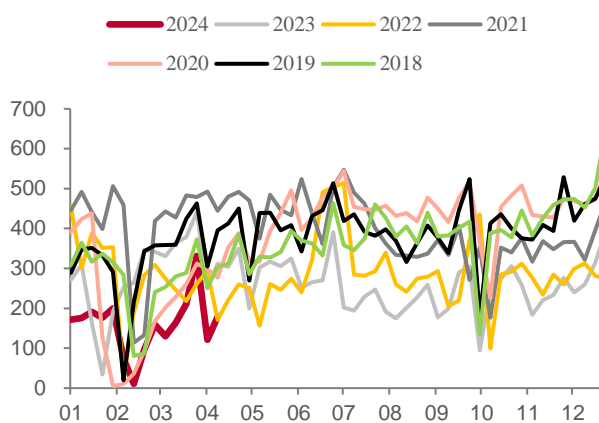
消费端：汽车消费回升，周内乘用车日均销量 38,825 辆，环比 +13.28%；投资端：地产数据有所回升，本周国内 30 大中城市商品房成交面积 180.11 万平方米，环比+48.20%；生产端：石油沥青开工率为 27.20%，环比-2.20pcts，高炉开工率为 78.88%，环比+0.45pcts，和往年同期相比处于偏低水平；出口端：美国 3 月 Markit 制造业 PMI 为 51.9，环比-0.3，2 月国内出口金额当月同比-7.5% (前值 5.6%，预期-2.12%)，出口景气度略有回落。

**图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆)**



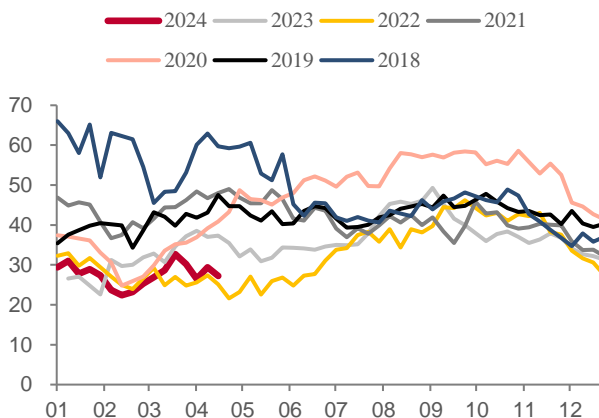
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)**



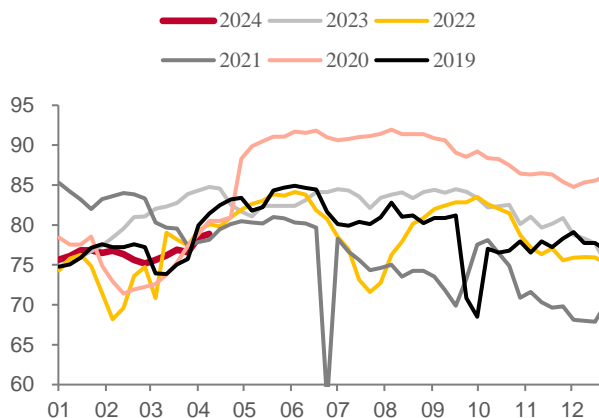
来源: Wind, 中泰证券研究所

**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 (%)**



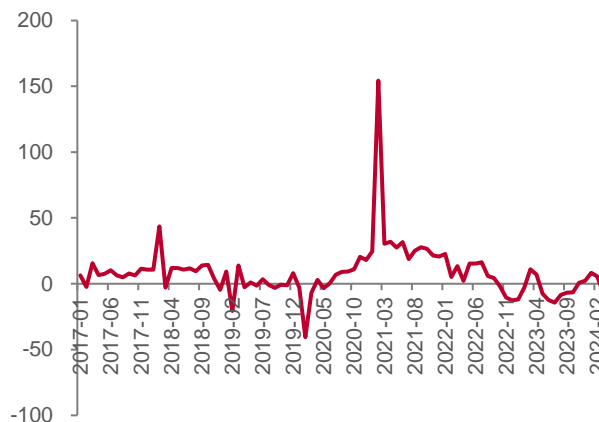
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 14: 美国:Markit 制造业 PMI:季调**



来源: Wind, 中泰证券研究所

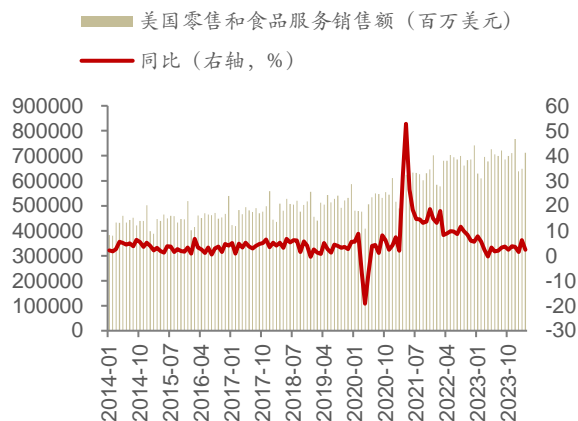
**图表 15: 国内出口金额当月同比 (%)**



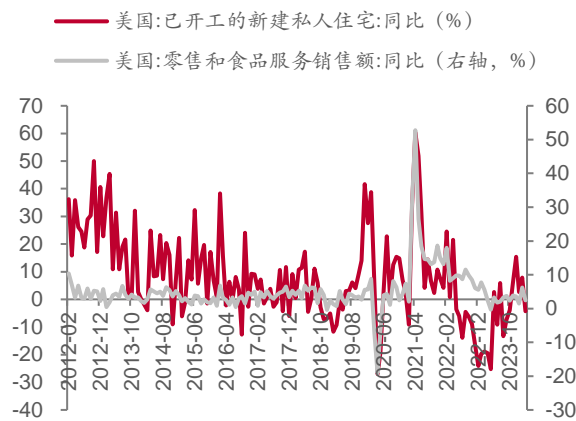
来源: Wind, 中泰证券研究所

**2.2 美国因素: 3月零售销售同比回升, 环比超预期**

- 美国 3 月零售销售同比回升，环比超预期。** 本周披露美国 3 月零售销售同比为 4.02%（前值 2.11%），环比为 0.72%（前值 0.94%，预期 0.30%），核心零售销售环比为 1.06%（前值 0.59%，预期 0.40%）；3 月新屋开工私人住宅 11.09 万套（前值 11.01 万套），折年数为 132.1 万套（前值 154.9 万套，预期 148.0 万套）。

**图表 16: 美国零售销售及同比**


来源: Wind, 中泰证券研究所

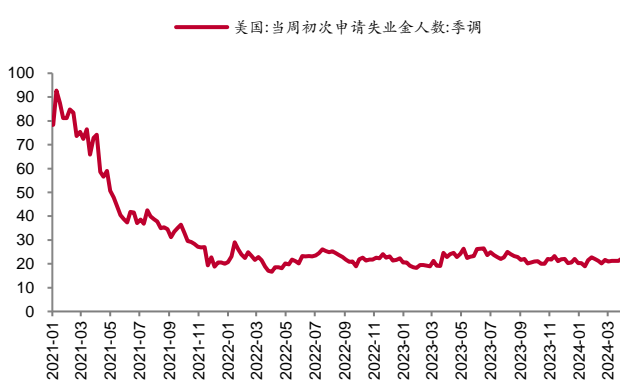
**图表 17: 美国新屋开工及零售销售同比**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 美国当周初请失业金人数环比持平。** 本周披露美国当周初请失业金人数季调为 21.2 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: 美国当周初请失业金人数季调 (万人)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 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	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%	3.2%	96.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	16.2%	83.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.0%	35.6%	59.3%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.1%	17.2%	45.1%	35.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.5%	23.6%	42.9%	27.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.2%	2.6%	13.2%	31.8%	36.3%	15.8%
2025/1/29	0.0%	0.1%	0.9%	5.7%	18.5%	33.1%	30.4%	11.3%
2025/3/19	0.0%	0.4%	2.9%	11.0%	24.5%	32.0%	22.6%	6.6%
2025/4/30	0.1%	1.1%	5.2%	14.9%	26.7%	29.3%	18.0%	4.7%

来源：CME，中泰证券研究所，注：截至 2024 年 04 月 20 日



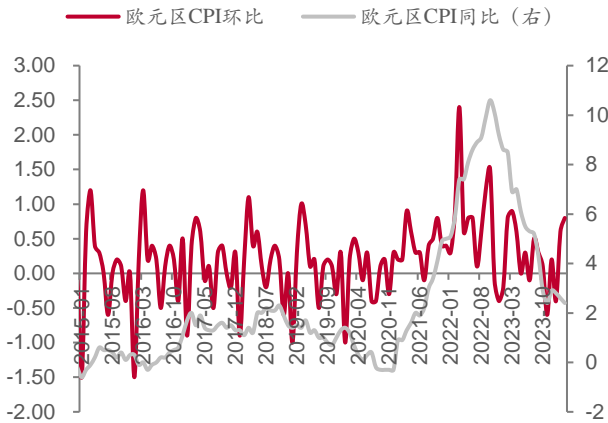
来源：Wind，中泰证券研究所

### 2.3 欧洲因素：欧元区 3 月 CPI 同比回落环比回升

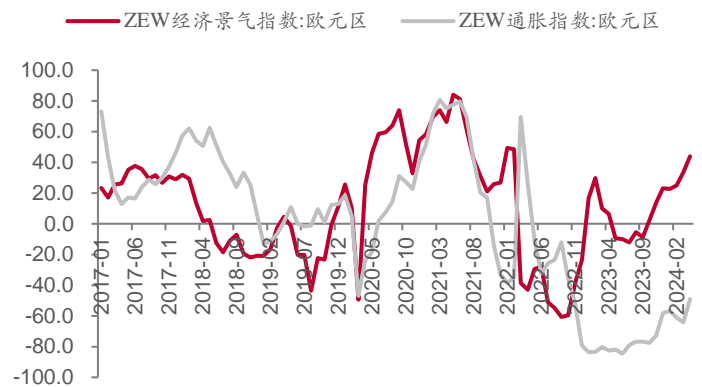
- **欧元区 3 月 CPI 同比回落环比回升。** 本周披露欧元区 4 月 ZEW 经济景气指数为 43.9（前值 33.5，预期 37.2）；2 月欧元区商品出口金额当月同比为 0.3%（前值 0.9%），进口金额当月同比为-8.4%（前值-16.3%）；3 月欧元区 CPI 同比为 2.4%（前值 2.6%，预期 2.4%），环比 0.8%（前值 0.6%，预期 0.8%）。

图表 22：欧元区 CPI 同比及环比 (%)

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



来源：Wind，中泰证券研究所

### 2.4 全球因素：全球制造业 PMI 持续回升

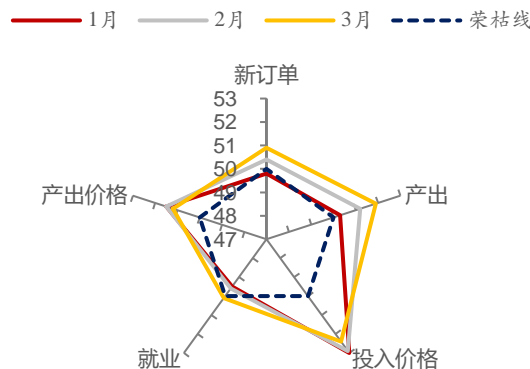
- **全球 3 月制造业景气度回升。** 3 月全球制造业 PMI 为 50.6，环比上升 0.3，处于荣枯线以上，全球经济复苏动能仍有进一步提升空间。

图表 24：全球制造业与服务 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	2024-03	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	50.6	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
发达市场	49.3	49.3	48.9	47.0	47.7	47.5	47.4	46.8	47.1	46.3	47.6	48.5	48.4	48.1
新兴市场	52.0	51.5	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	50.8	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	50.3	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	46.1	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	41.9	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	46.2	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	50.4	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	50.0	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	56.9	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	51.4	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	50.3	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	47.1	49.1	47.5	43.6	46.7	42.9	45.3	46.0	46.5	47.4	48.6	48.6	47.8	50.9
新加坡	50.7	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	59.1	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	53.6	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	55.7	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	50.3	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	49.9	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	51.5	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, Bloomberg, 中泰证券研究所

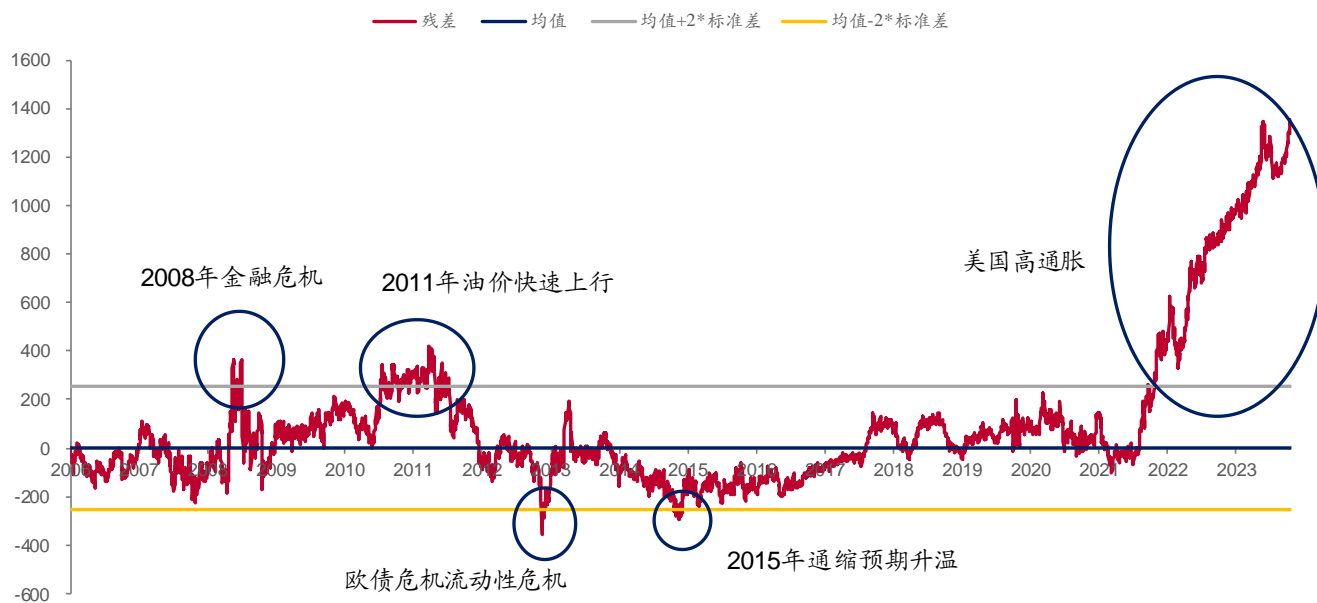
### 3. 贵金属: 大周期上行趋势不变

#### 3.1 贵金属价格持续上行

- 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。

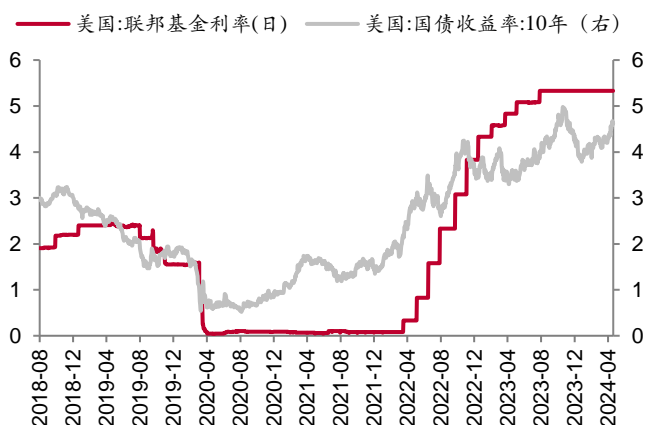
**图表 27: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 截至 4 月 19 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 2.41%, 10 年期国债实际收益率环比回升至 2.21%; 截至 4 月 19 日, COMEX 黄金收于 2413.80 美元/盎司, 环比上涨 1.67%; COMEX 白银收于 28.84 美元/盎司, 环比上涨 1.81%; SHFE 黄金收于 568.30 元/克, 环比下跌 0.30%; SHFE 白银收于 7418 元/千克, 环比下跌 0.72%。

**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

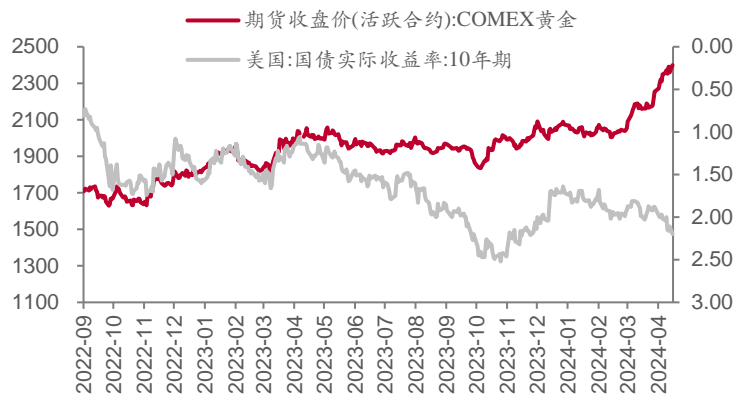
**图表 29: 通胀预期与真实收益率 (%)**



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

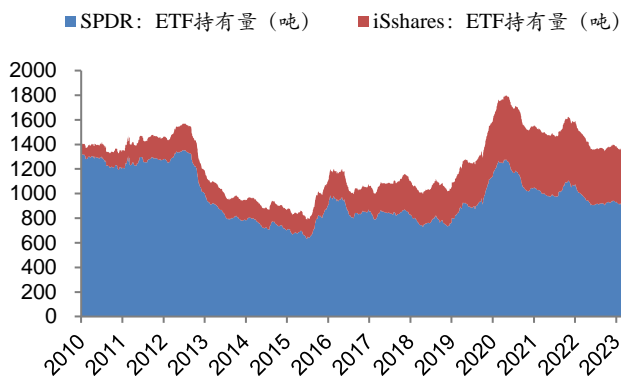


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 3.2 黄金 ETF 持仓环比增加, COMEX 净多头结构延续

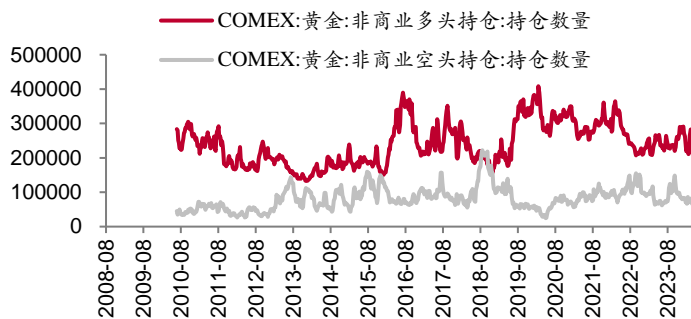
- **黄金 ETF 持仓环比增加, COMEX 净多头结构延续。**截至 4 月 19 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,214.88 吨, 环比增加 4.77 吨。截至 4 月 16 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回落至 27.88 万张附近 (前值 27.98 万张), 同时非商业空头持仓回落至 7.69 万张附近 (前值 7.74 万张附近), 净多头持仓量回落至 20.19 万张 (前值 20.24 万张)。国内央行连续 16 个月增持黄金, 同时全球央行购金速度维持高位。

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)

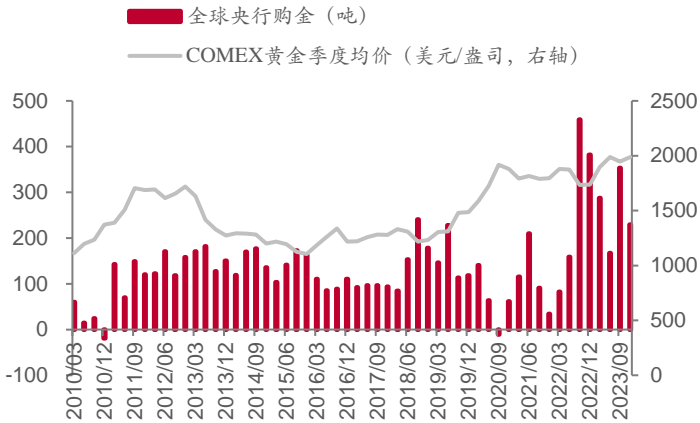


来源: Wind, 中泰证券研究所

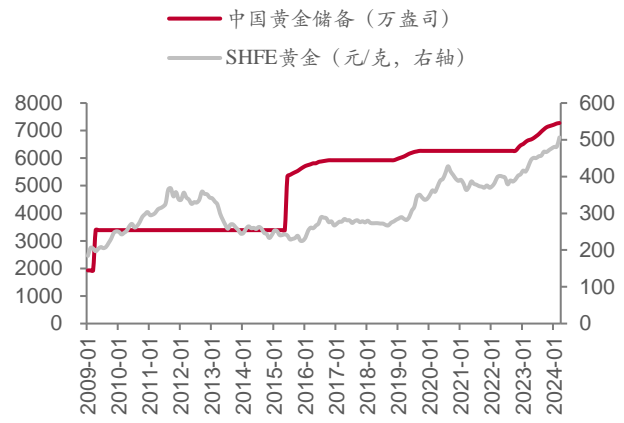
图表 34: 全球央行购金 (单位: 吨)

图表 35: 国内央行黄金储备变动





来源: Wind, 中泰证券研究所

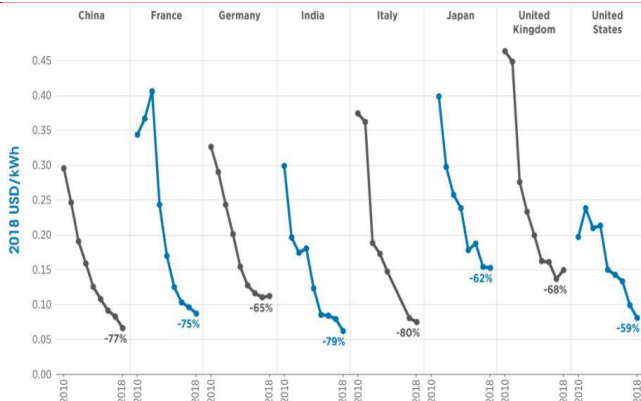


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 3.3 光伏产业链步入景气周期，白银有望开启黄金时代

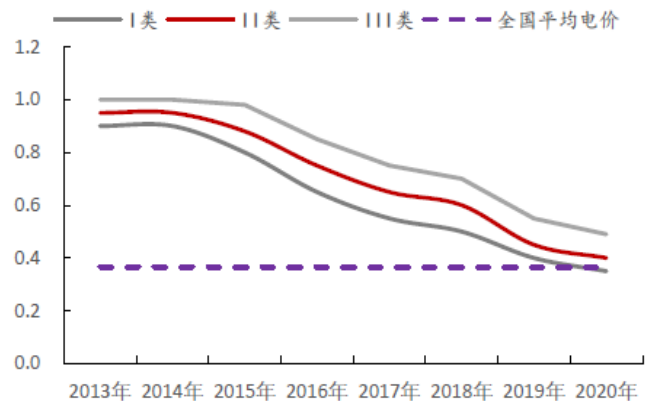
- **能源转型已经成为全球共识，光伏产业趋势逐渐确立。**2020年9月14日BP发布《世界能源展望（2020版）》预测能源转型加速、石油需求封顶；2020年9月17日欧盟发布的气候目标，将2030年可再生能源占比目标从32%以上提升至38%-40%；2020年9月21日GE宣布退出新增煤电市场；2020年9月22日中国宣布2060实现碳中和。由于新能源成本优势，全球能源转型加速，其中光伏也逐步从补充能源向主力能源转型，产业趋势确立。
- **随着光伏行业成本的不断下降，平价上网时代已临近，行业有望开启内生驱动下的高增。**在过去十年，伴随着政策补贴，光伏行业自身成本降低效果明显，表现为硅料、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 36: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低



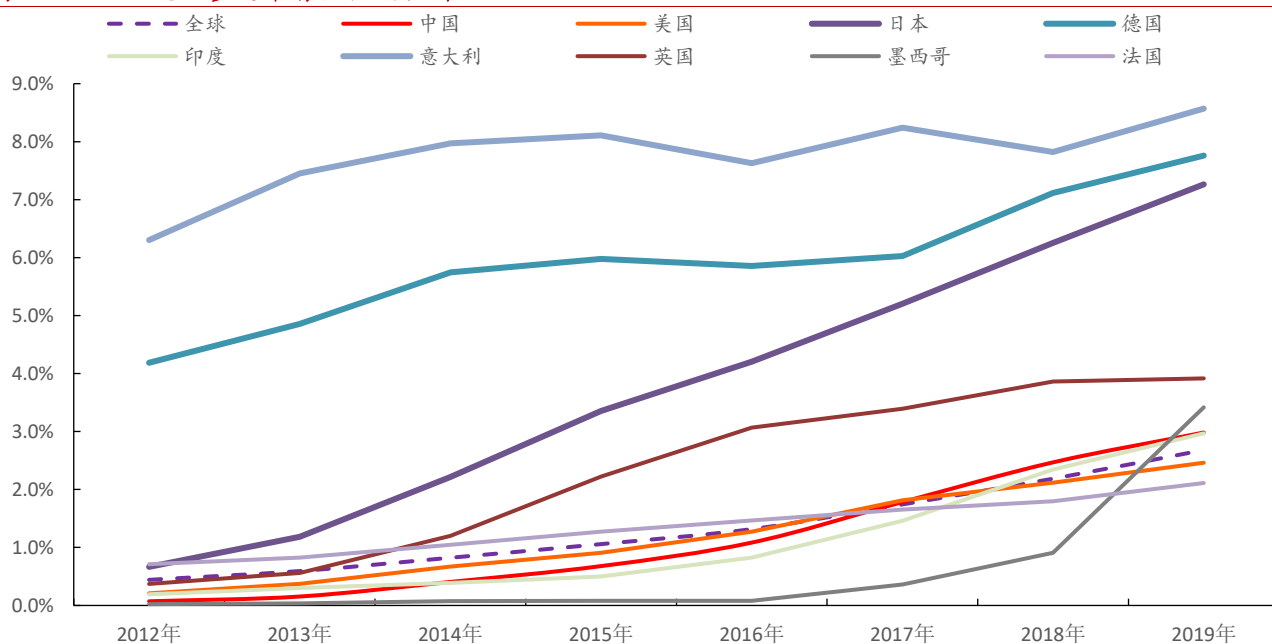
来源: IRENA, 中泰证券研究所

图表 37: 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 38: 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 39: 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 40: 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 4 月 19 日, 当前金银比 84.27, 环比回升 1.53。

图表 41: 金银比(伦敦现货)



来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 42: 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: 全球铝贸易摩擦加剧, 铝价宽幅震荡

- **云南电解铝企业继续复产。**云南电解铝企业有所复产, 截止目前云南总启槽产能约 44 万吨, 预计四月底第一批复产基本达成。截至目前, 电解铝行业开工产能 4243.1 万吨, 较上周上升 19.7 万吨。
- **云南新增复产 19.7 万吨。**截至 2024 年 4 月 19 日, 2024 年中国电解铝总复产规模 161 万吨, 已复产 44 万吨, 待复产 117 万吨, 预期年内还可复产 112.5 万吨, 预期年内最终实现复产累计 156.5 万吨。

**图表 43: 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	<b>云南铝集团</b>	<b>61</b>	<b>17</b>	<b>2024/3</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>61</b>
云南	云南神火铝业有限公司	36	16	2024/3	20	20	36
云南	云南宏泰新型材料有限公司	10	6	2023 年二季度	4	4	10
云南	云南其亚金属有限公司	16.5	5	2024 年二季度	11.5	11.5	16.5
	总计	161	44		117	112.5	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 4 月 19 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 44: 电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况 (单位: 万吨)**

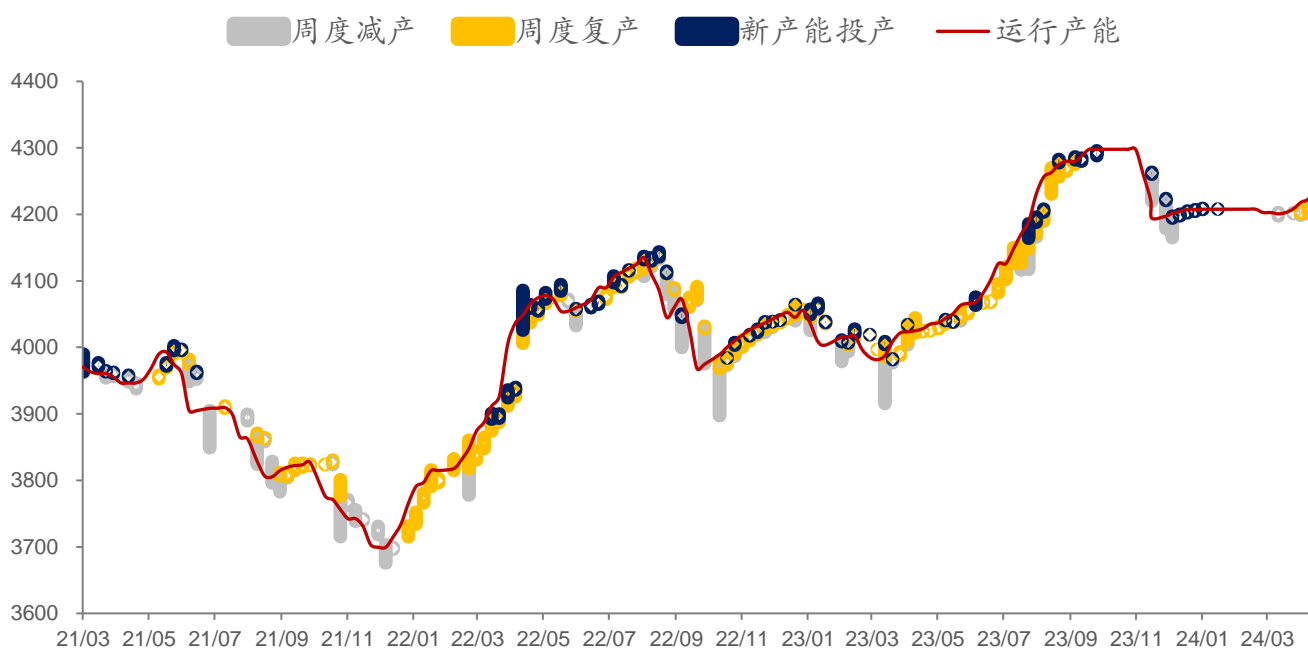
省份	企业	新产能规模	已投产	始投产时间	待投产	预期年内还可投产	预期年内最终实现累计
贵州	贵州省六盘水双元铝业有限责任公司	10	0	2024 年三季度	0	10	10
内蒙古	内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司扎哈淖尔分公司	35		2024 年末			

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		
<b>总计</b>		<b>298</b>	<b>0</b>		<b>0</b>	<b>125</b>	<b>125</b>

资料来源：百川、中泰证券研究所

■ **电解铝运行产能增加。**截止2024年4月19日，国内电解铝运行产能达4243.10万吨。

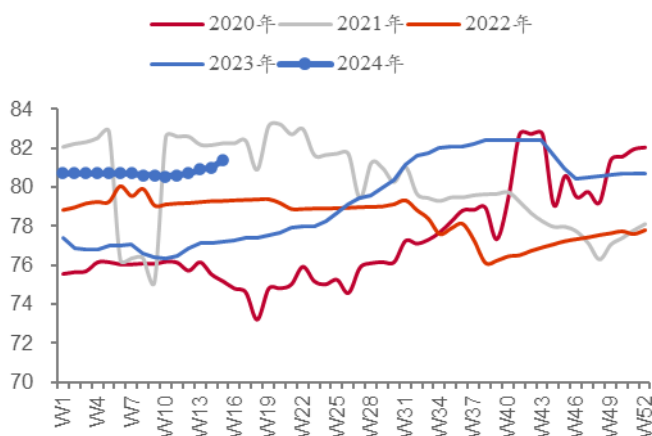
**图表 45: 国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨)**



来源：百川、中泰证券研究所

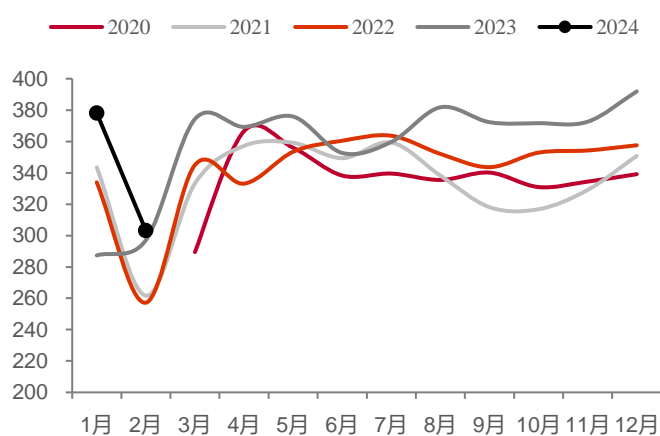
■ **供应产量上升。**根据百川，本周电解铝产量 81.37 万吨，环比上升 0.46%。

**图表 46: 电解铝周度产量 (万吨)**



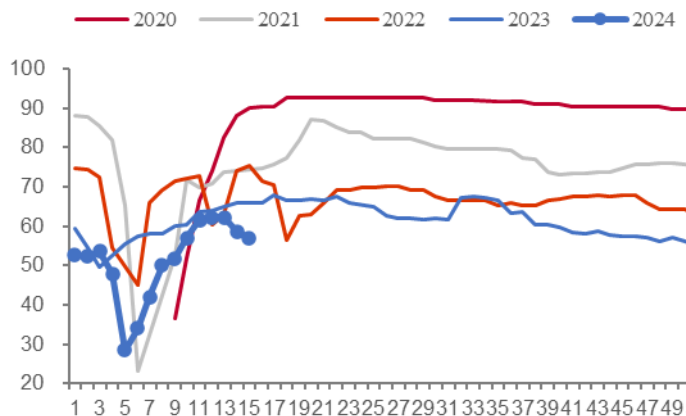
来源：百川，中泰证券研究所

**图表 47: 国内电解铝月度表观需求 (万吨)**

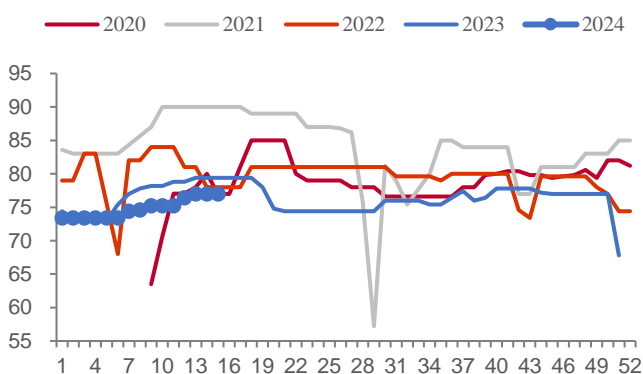


来源：百川，中泰证券研究所

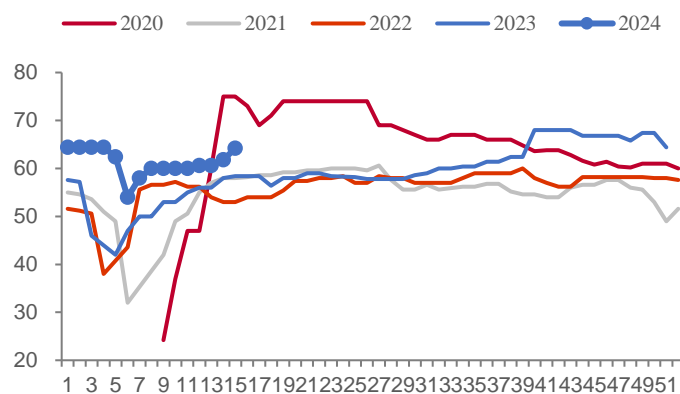
- 铝加工板块开工率环比小幅上升：**截止 2024 年 4 月 19 日，铝加工企业平均开工率为 64.2%，环比上升 0.1PCT。周内国内铝加工企业开工维持弱势状态，型材方面订单仍未有较大好转，终端观望情绪浓厚下单意愿不足。铝板带箔开工持稳为主，部分企业反馈食品包装方面订单略有好转，线缆仍表现亮眼。

**图表 48：铝型材开工率 (%)**


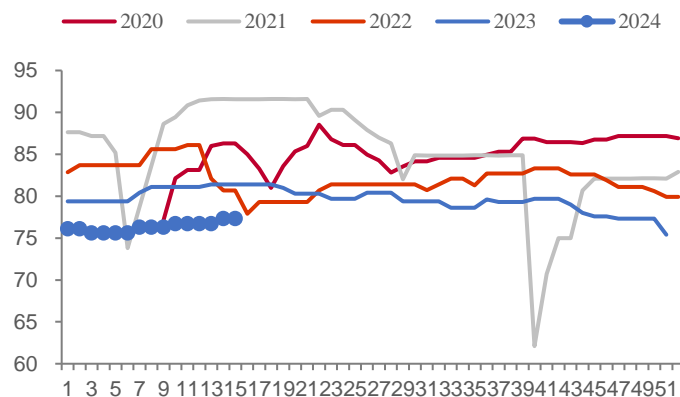
来源：百川，中泰证券研究所

**图表 50：铝板带开工率 (万吨)**


来源：百川，中泰证券研究所

**图表 49：铝线缆开工率 (%)**


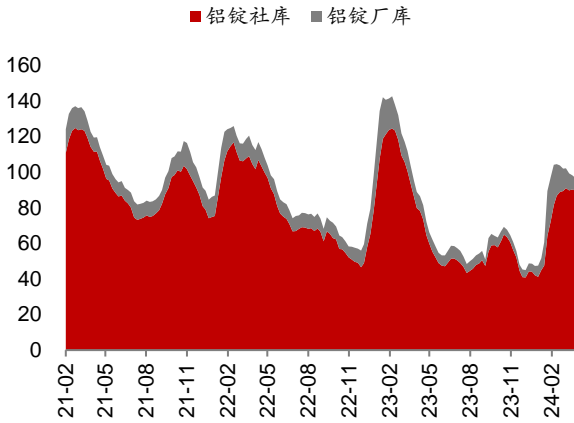
来源：百川，中泰证券研究所

**图表 51：铝箔开工率 (%)**


来源：百川，中泰证券研究所

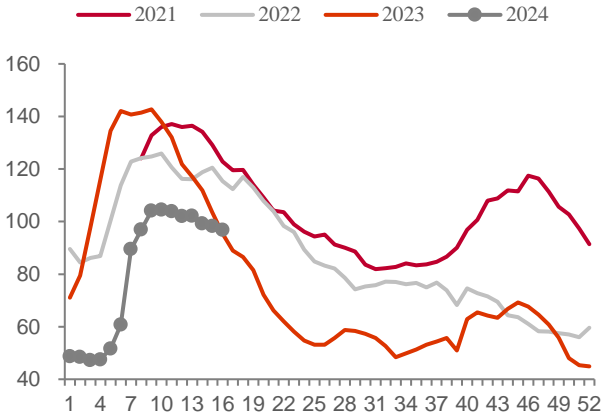
- 去库持续：**2024 年 4 月 19 日，根据钢联统计，国内铝锭库存 96.8 万吨，环比下降 1.5 万吨；国内铝棒库存 54.06 万吨，环比下降 0.52 万吨；国内铝锭+铝棒库存 150.86 万吨，环比下降 2.02 万吨。海外方面，截至 4 月 19 日，LME 铝库存 50.40 万吨，环比下降 1.91 万吨。

**图表 52：国内铝锭总库存走势 (万吨)**
**图表 53：国内铝棒总库存走势 (万吨)**



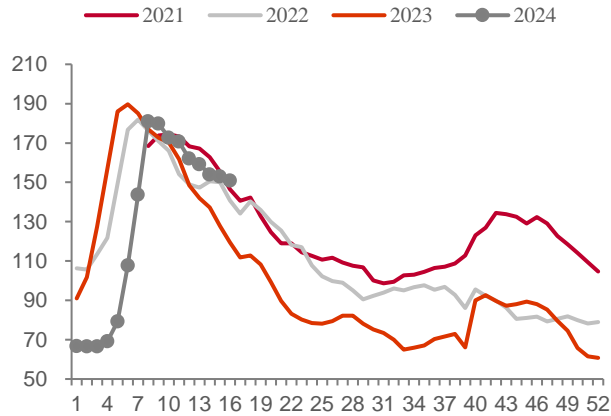
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 54：国内铝锭年度社会库存走势对比（万吨）

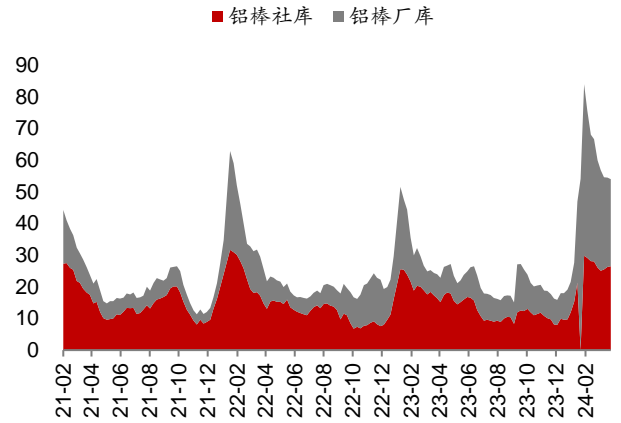


来源：钢联，中泰证券研究所

图表 56：国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比（万吨）

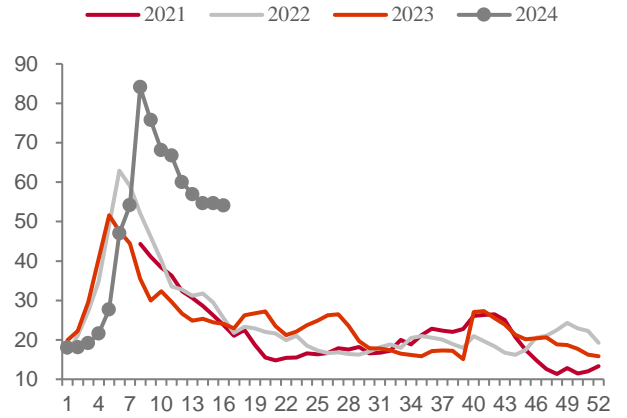


来源：钢联，中泰证券研究所



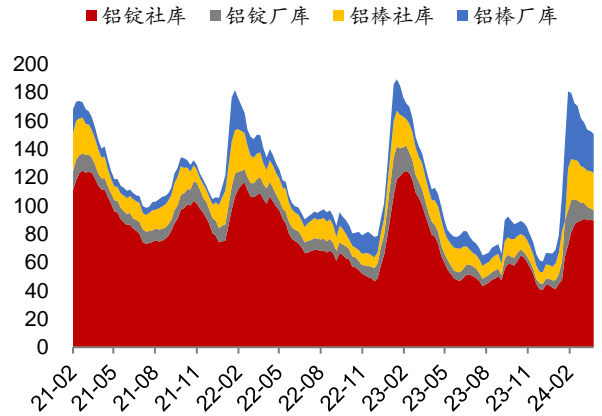
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 55：国内铝棒年度总库存走势对比（万吨）



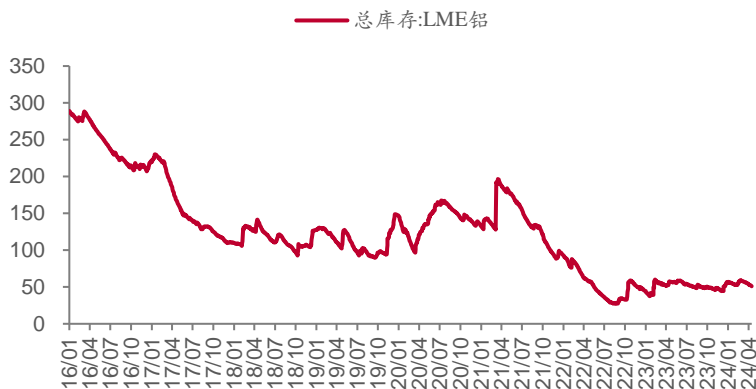
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 57：国内铝锭及铝棒总库存走势（万吨）



来源：钢联，中泰证券研究所

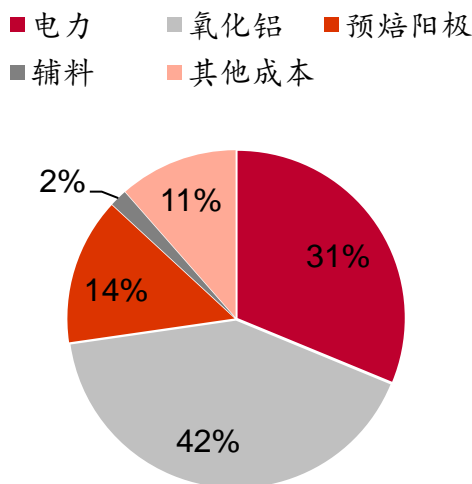
图表 58：LME 铝期货库存变动（万吨）



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **即时盈利回落。**截至4月19日,氧化铝价格3316元/吨,与上周相比环比增长0.21%,氧化铝成本3006元/吨,环比上升0.32%,吨毛利310元/吨,环比下降0.79%。预焙阳极方面,周内均价4560元/吨,保持不变;考虑1个月原料库存影响,周内平均成本4786元/吨,环比上升0.33%,周内平均吨毛利-229元/吨,环比上升14.25%;不考虑原料库存,预焙阳极周内平均成本4560元/吨,与上周持平,周内平均吨毛利-3元/吨。除新疆外100%自备火电的电解铝企业,即时成本16124元/吨,环比上升0.77%,长江现货铝价20350元/吨,环比下降1.17%,吨铝盈利2805元环比下降7.92%。具体走势如下:

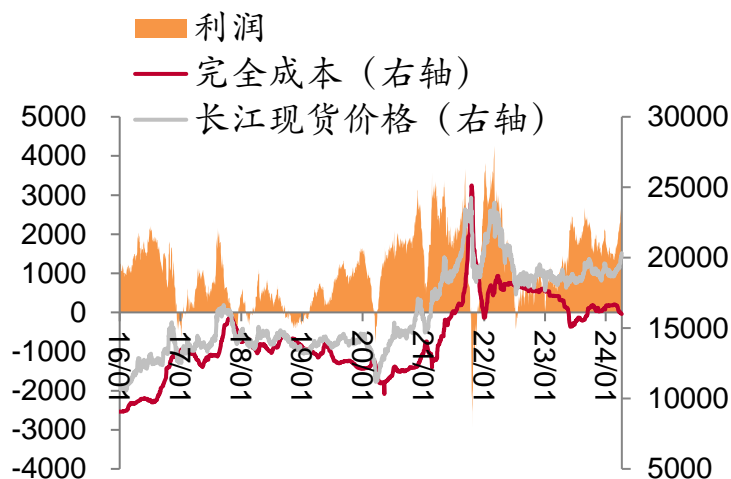
图表 59: 电解铝的完全成本构成



来源: Wind, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 61: 氧化铝生产成本构成

图表 60: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)



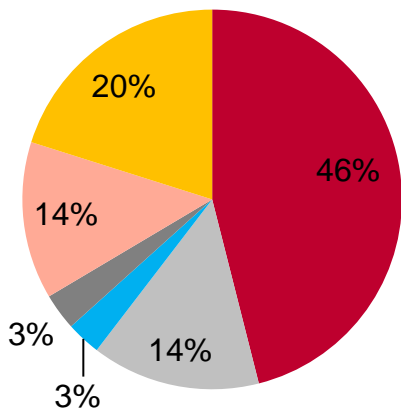
来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

注: 测算对象为除新疆外 100% 自备火电的电解铝企业的即时盈亏情况

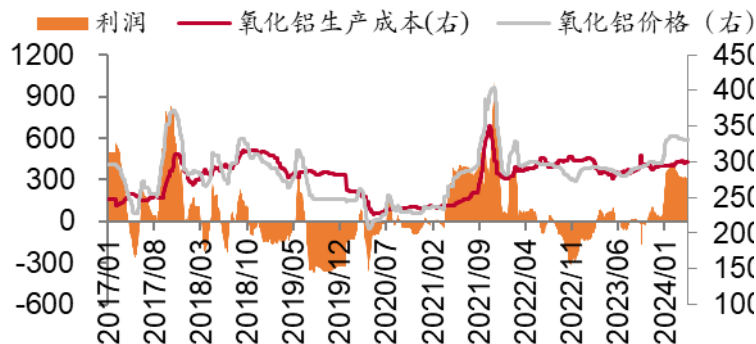
图表 62: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)



■ 铝土矿      ■ 液碱      ■ 石灰  
■ 电力      ■ 其他能源      ■ 其他成本



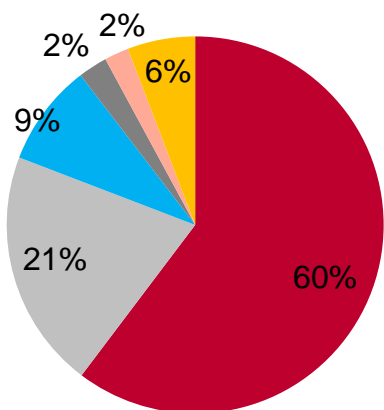
来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所



来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

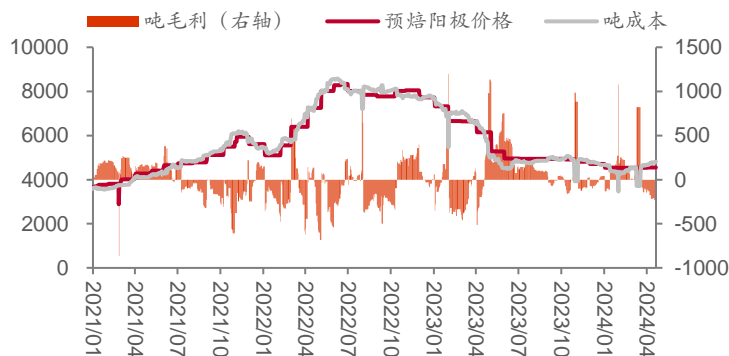
图表 63: 预焙阳极生产成本构成

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



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 64: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)



来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所  
注: 考虑企业 1 个月原料库存影响

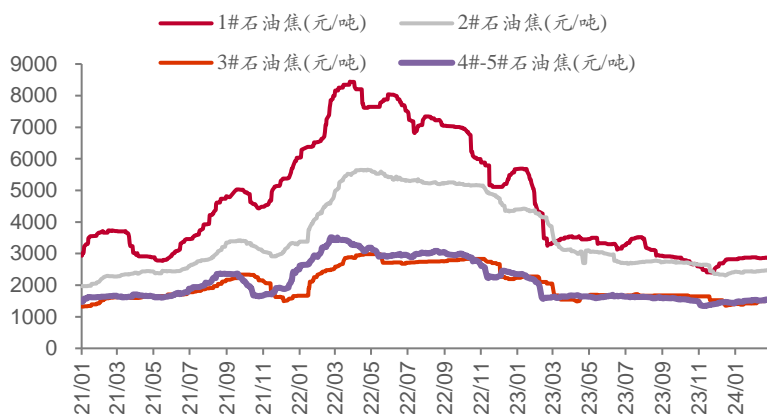
图表 65: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)



来源：SMM，中泰证券研究所  
注：不考虑企业原料库存影响，采用原料现货价格

- **石油焦价格小幅上升。**截止 4 月 19 日，1#石油焦价格为 2858 元/吨，周环比上升 0.14%，同比下降 14.51%。2#石油焦价格 2388 元/吨，周环比上升 0.46%，同比下降 12.88%。3#石油焦价格为 2252 元/吨，周环比下降 0.27%，同比下降 9.63%。4#-5#石油焦价格为 1554 元/吨，周环比上升 0.81%，同比下降 4.78%。

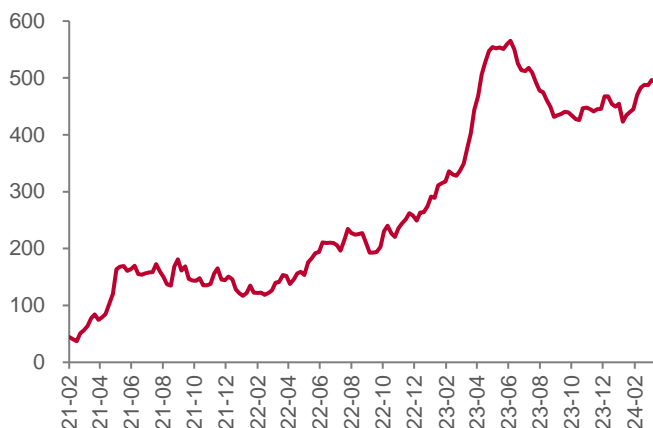
**图表 66：石油焦价格（元/吨）**



来源：Wind，中泰证券研究所

- **石油焦库存减少。**截至 4 月 19 日，石油焦库存总量 490.5 万吨，同比上升 10.42%，环比下降 1.11%。

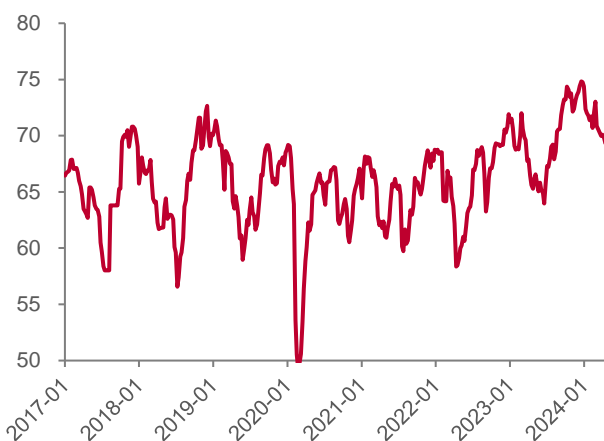
**图表 67：石油焦库存（万吨）**



来源：钢联、中泰证券研究所

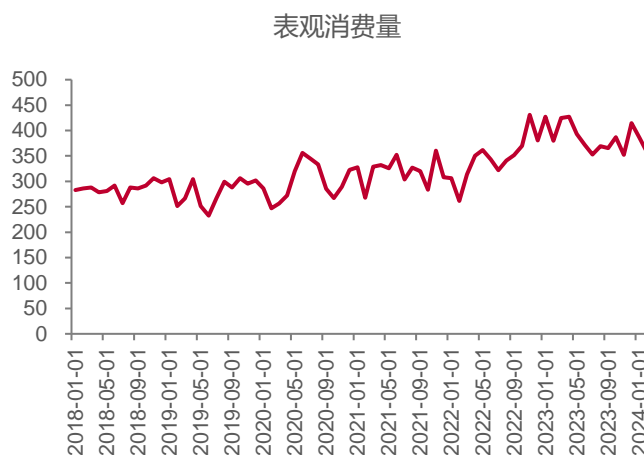
- **石油焦开工率下降。**截止4月19日，国内石油焦开工率为69.33%，环比下降0.67%。国内石油焦2月表观消费量355.81万吨，环比下降8%，同比下降6%。

图表 68: 国内石油焦产能利用率 (%)



来源：钢联、中泰证券研究所

图表 69: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)

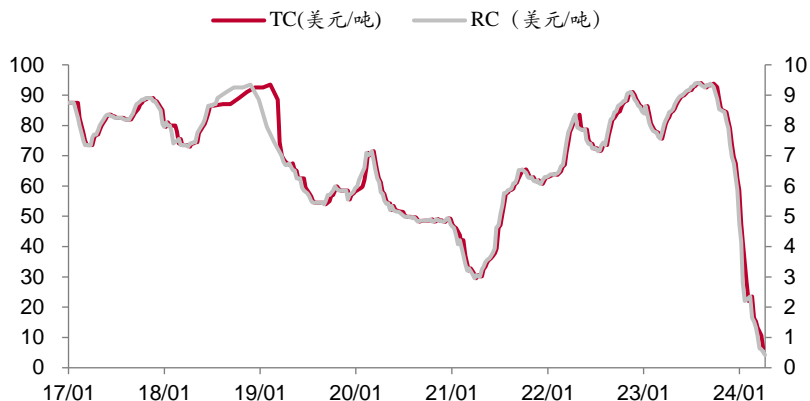


来源：钢联、中泰证券研究所

#### 4.2 铜：供给扰动持续，期铜强势突破前期高位

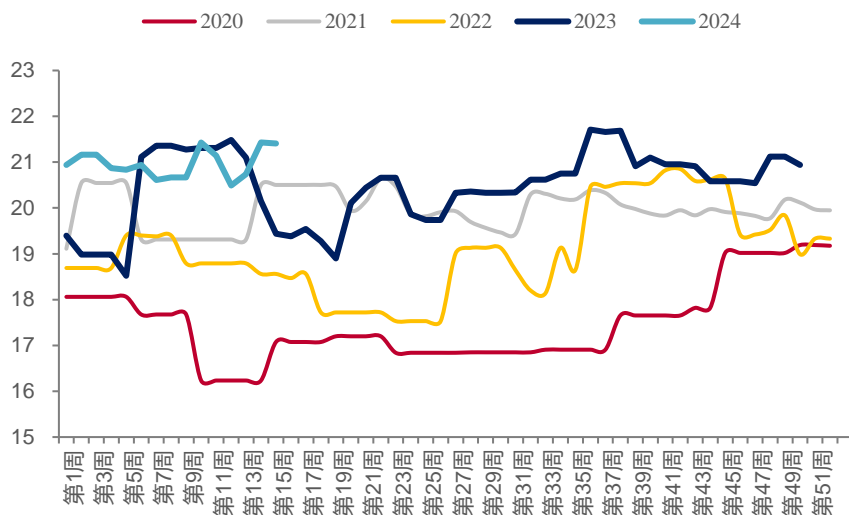
- **矿端紧张局势令加工费下行态势难改。**4月19日SMM进口铜精矿指数(周)报4.23美元/吨，较上一期的6.05美元/吨减少1.82美元/吨。4月16日淡水河谷在巴西的Sossego铜矿运营许可再次被暂停，或涉及铜精矿产量近7万吨，约占全球铜精矿产量0.3%。这对本已经相当脆弱的铜供应再添不确定性。此外，美英宣布对俄罗斯铝、铜和镍实施新的交易限制，大宗商品贸易摩擦加剧。

图表 70: 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 21.41 万吨, 环比下降 0.09%。

**图表 71: 电解铜周度产量 (万吨)**


来源: 百川, 中泰证券研究所

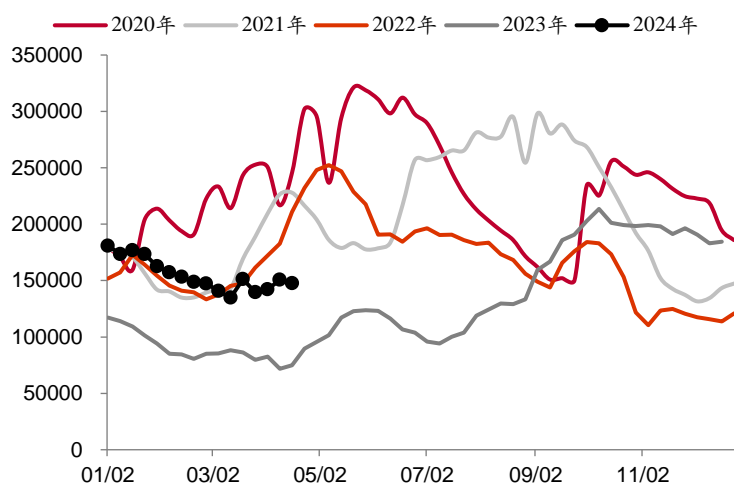
**图表 72: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)**

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		

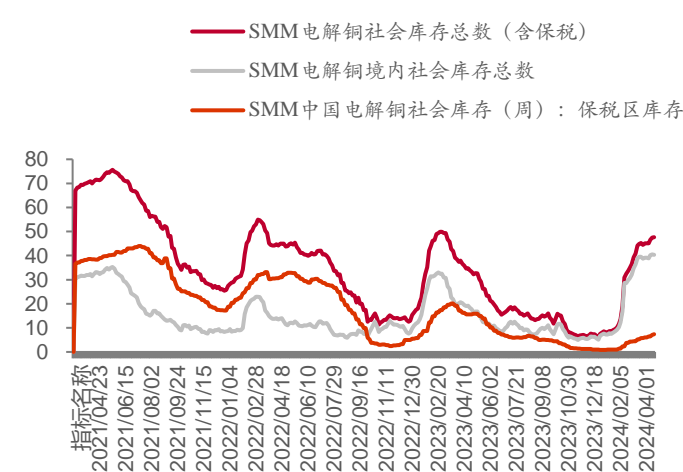
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15 (新线)	20 (新线)	2024年5月下旬	2024年7月	粗炼	55天
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	20	2024年5月	2024年6月	粗炼	45天
赤峰金通铜业有限公司	30	25	2024年5月底	2024年6月下旬	粗炼	20-25天
国投金城冶金有限责任公司	10	10	2024年6月	2024年6月	粗炼	20天左右
包头华鼎铜业发展有限公司	20	3	2024年6月	2024年6月	粗炼	25天
楚雄滇中有色金属有限责任公司	15	0	2024年7月上旬	2024年8月	粗炼	25天左右
赤峰云铜有色金属有限公司	40	40	2024年8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
鲲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

- 国内库存仍累库，海外去库：**国内社会库存方面，截至4月19日，国内社会库存47.69万吨，环比上升0.13万吨。**海外库存（期货）方面，**截止4月19日，LME+COMEX铜库存量14.64万吨，环比降低0.43万吨。

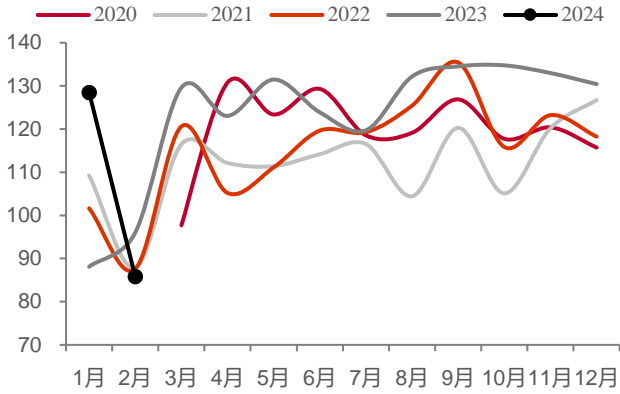
**图表 73: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)**


来源: SMM, 中泰证券研究所

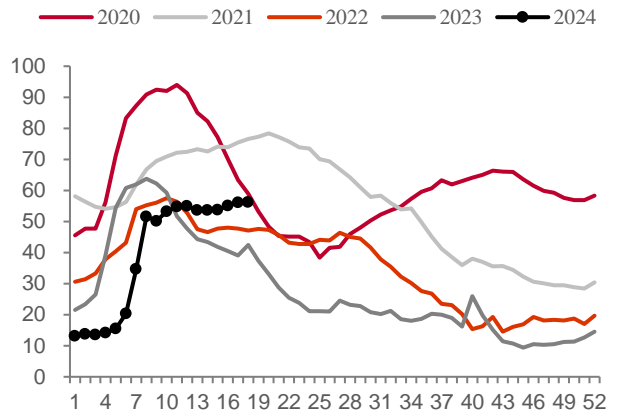
**图表 75: 电解铜月度表观消费变动 (万吨)**
**图表 74: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)**


来源: SMM, 中泰证券研究所

**图表 75: 电解铜社会库存变动 (万吨)**



来源：SMM，中泰证券研究所

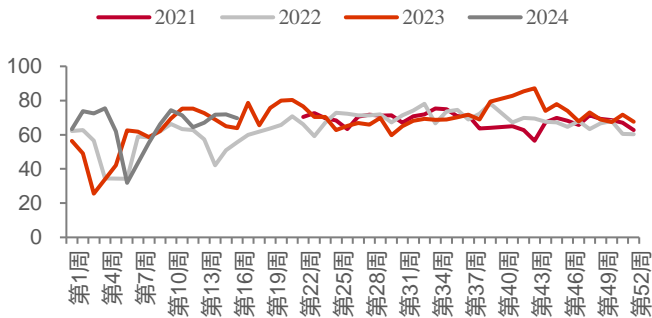


来源：SMM，中泰证券研究所

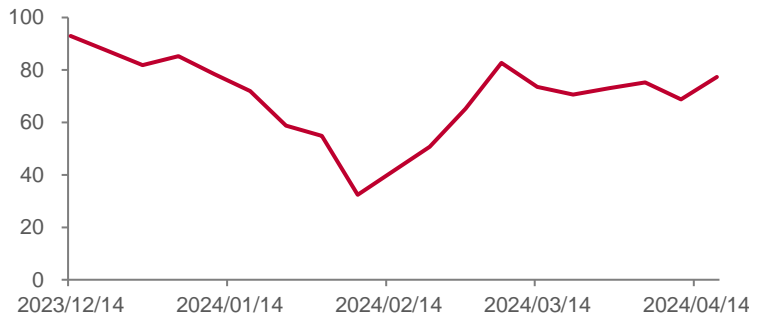
- **高铜价对需求产生一定抑制。**电线电缆方面，本周铜线缆企业开工率为 77.27%，环比增加 8.43 个百分点。本周铜线缆行业开工率在上周触底后回升，下游需求略有季节性复苏迹象，但铜价再创新高后，打击企业对订单持续增长的信心。精铜杆方面，本周国内主要精铜杆企业周度开工率为 69.75%，环比下降 3.07 个百分点。本周铜价重心再度抬升，下游消费持续受到打击提货走弱。

图表 76：铜精铜制杆企业周度开工率 (%)

图表 77：电线电缆开工率 (%)



来源：SMM，中泰证券研究所



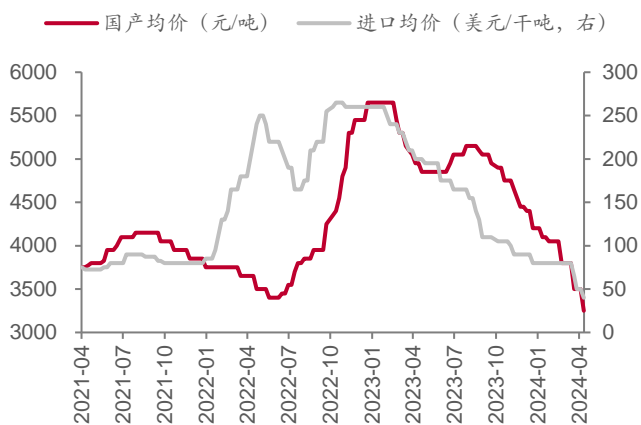
来源：SMM，中泰证券研究所

### 4.3 锌：宏观主导与消费弱勢共振，国内外锌价高位震荡

- 本周国内外加工费进一步下调，主因本周沪伦比值降至 8 以下，进口亏损持续扩大，且海外矿流入量有限，连云港库存不足 5 万吨延续低位，叠加国内目前虽然部分前期季节性减停产矿山已经复产，然正常产出仍需时间传导，整体市场上货量依然偏紧。

图表 78：国产及进口锌精矿加工费对比

图表 79：国产锌精矿分地区加工费



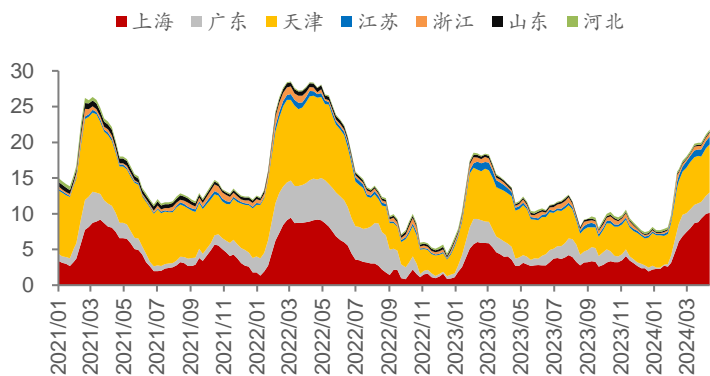
来源: SMM, 中泰证券研究所

	2024/04/03	2024/04/12	2024/04/19	单位
国产(周)	3500	3500	3250	元/金属吨
进口(周)	50.0	50.0	40.0	美元/千吨
内蒙古	3600	3600	3400	元/金属吨
云南	3400	3400	3200	元/金属吨
湖南	3750	3750	3400	元/金属吨
广西	3600	3600	3400	元/金属吨
陕西	3400	3400	3150	元/金属吨
四川	3300	3300	3100	元/金属吨
甘肃	3500	3500	3250	元/金属吨

来源: SMM, 中泰证券研究所

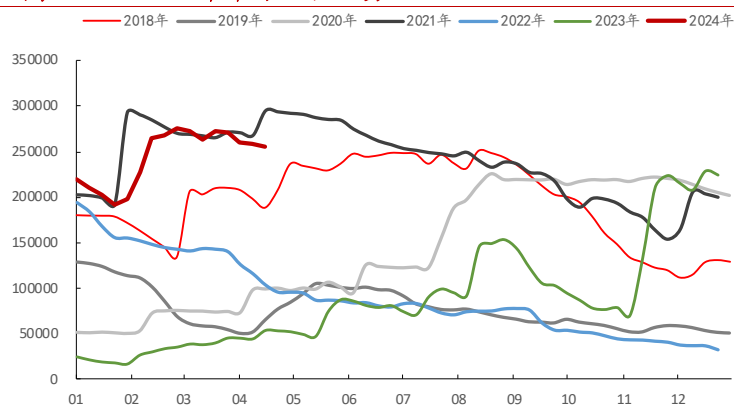
- 本周沪伦比值跌至 8 以下, 进口亏损持续扩大。本周沪伦比值低位下滑, 主因美国经济数据表现良好, 市场看多情绪持续, 宏观主导下整体伦锌高位震荡; 然国内沪锌因下游消费弱势表现有所回调, 需求不佳压制沪锌上行空间, 整体走势相对偏弱。国内下游需求偏弱现状未改, 沪伦比值或继续偏弱运行。
- 库存变化: 据 SMM 调研, 截至本周四 (4 月 18 日), SMM 七地锌锭库存总量为 21.77 万吨, 较 4 月 11 日增加 0.67 万吨, 较 4 月 15 日降低 0.05 万吨, 国内库存录减。周内上海地区库存录增, 上海地区进口锌锭继续流入, 锌价高位盘整下游刚需提货, 库存继续录增; 广东地区库存录增, 主因周内仓库到货较多, 现货高价下游采买谨慎, 刚需提货整体库存录增明显; 天津地区库存降低, 主因锌价回调下游刚需提货, 叠加贸易商厂提比例较多影响仓库到货, 整体仓库库存录减。整体来看, 原三地库存增加 0.07 万吨, 七地库存降低 0.05 万吨。LME 方面, 本周伦锌库存有所回落, 截至 4 月 19 日, 伦锌库存量 256,200 吨, 较上周减少 2,275 吨。

图表 80: 国内锌七地库存 (万吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

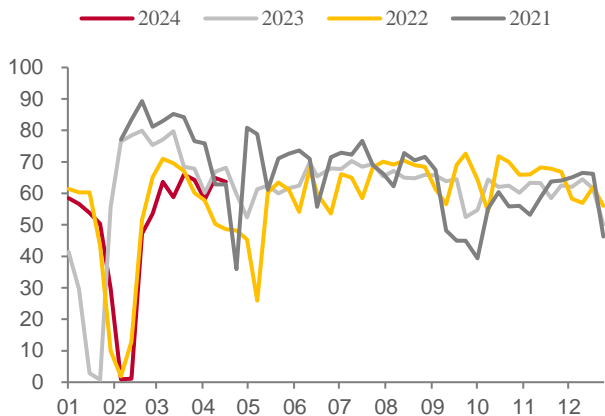
图表 81: LME 锌库存变动趋势 (吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

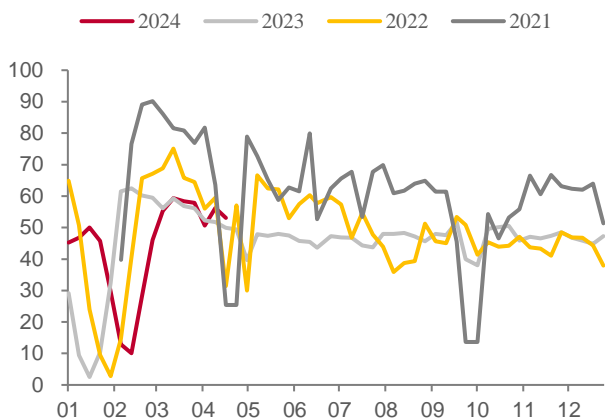
图表 82: 镀锌开工率 (%)

图表 83: 镀锌原料库存 (吨)



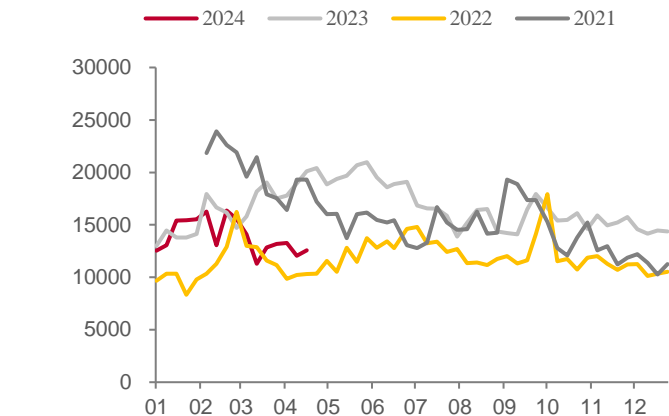
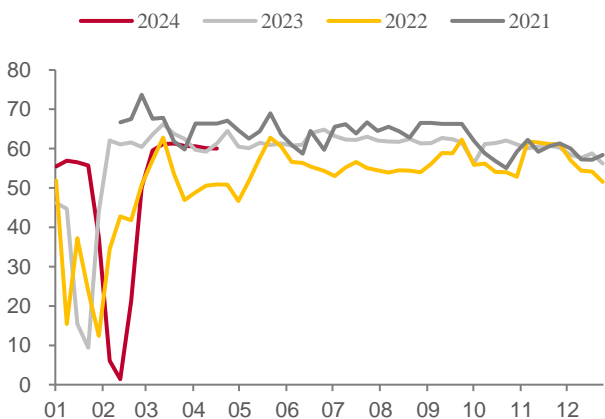
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 84: 压铸锌开工率 (%)



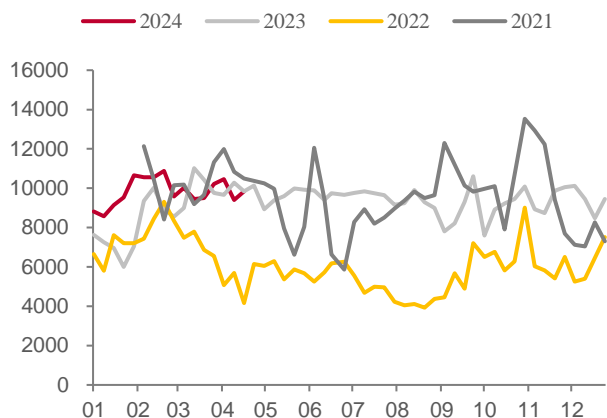
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 86: 氧化锌开工率 (%)



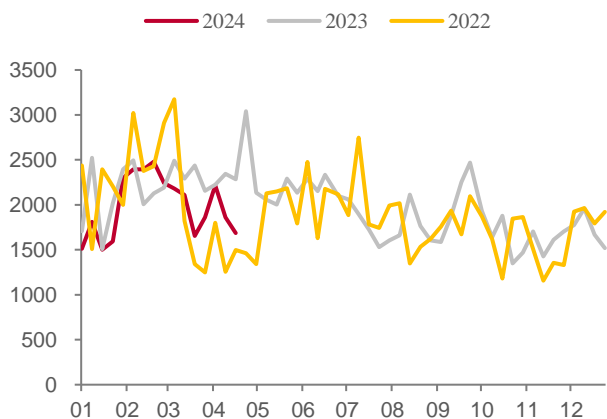
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 85: 压铸锌原料库存 (吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 87: 氧化锌原料库存 (吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

#### 4.4 钢铁: 铁水产量恢复, 黑色系价格小幅上涨

- 钢价小幅上升: Myspic 综合钢价指数环比上周上升 1.92%, 其中长材上升 2.51%, 板材上升 1.22%。上海螺纹钢 3640 元/吨, 较上周上升 50



元/吨，幅度 1.39%。上海热轧卷板 3860 元/吨，较上周上升 50 元/吨，幅度 1.31%。

**图表 88: 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	141.46	138.79	1.92%	139.49	1.41%	153.58	-7.89%
MySpic 指数:长材	158.68	154.8	2.51%	154.73	2.55%	170.38	-6.87%
MySpic 指数:扁平	124.99	123.48	1.22%	124.92	0.06%	137.5	-9.10%
上海螺纹钢	3640	3590	1.39%	3560	2.25%	4050	-10.12%
基差	-35	-38	3	-13	-22	123	-158
广州-沈阳价差	170	180	-10	170	0	200	-30
上海-沈阳价差	-120	-60	-60	-60	-60	70	-190
上海热轧板卷	3860	3810	1.31%	3820	1.05%	4210	-8.31%
基差	25	31	-6	32	-7	201	-176
不锈钢 (201/2B 卷板:2.0mm)	8850	8750	1.14%	8800	0.57%	9500	-6.84%
取向硅钢 (30Q120)	11900	11400	4.39%	11300	5.31%	18900	-37.04%
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

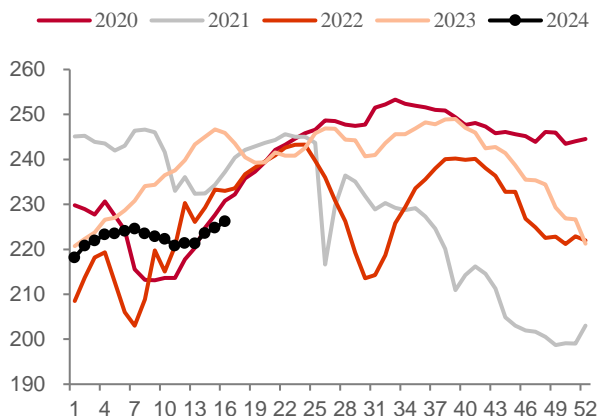
- **供应小幅上升:** 本周五大钢材品种供应 860.46 万吨，周环比增加 4.26 万吨。
- **库存大幅下降:** 本周五大钢材总库存 1490.19 万吨，周环比减 60.29 万吨。本周五大品种总厂库库存继续下降，周环比下降 38.78 万吨，其中以螺纹库存下降最甚。

**图表 89: 本周库存波动对比 (万吨)**

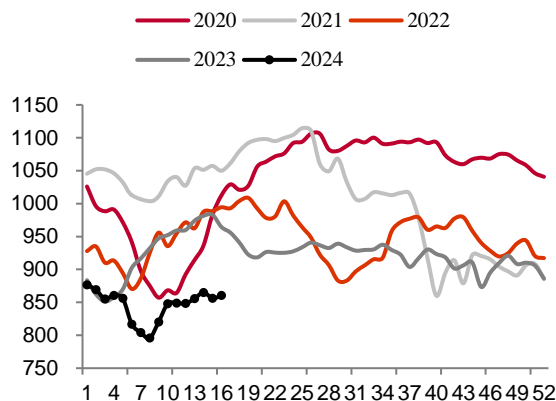
万吨	本周产量	环比上周	本周社库	环比上周	本周厂库	环比上周
	2024/4/19	2024/4/12	2024/4/19	2024/4/12	2024/4/19	2024/4/12
螺纹	217.87	7.92	754.86	-41.53	259.93	-22.18
线材	80.89	-1.79	106.97	-11.61	80.34	-14.94
热轧	323.15	1.82	329.89	-2.45	87.97	0.14
中板	152.78	-3.16	153.03	-3.28	75.85	-0.40
冷轧	85.77	-0.53	145.44	-1.42	38.38	-1.40
合计	860.46	4.26	1490.19	-60.29	542.47	-38.78

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

**图表 90: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)**
**图表 91: 五大品种周度产量合计 (万吨)**

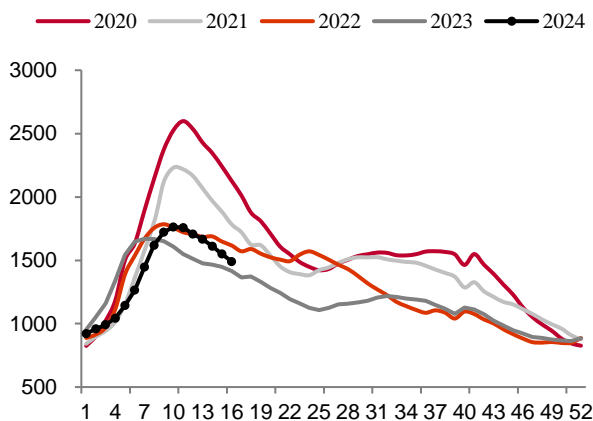


来源: Mysteel, 中泰证券研究所



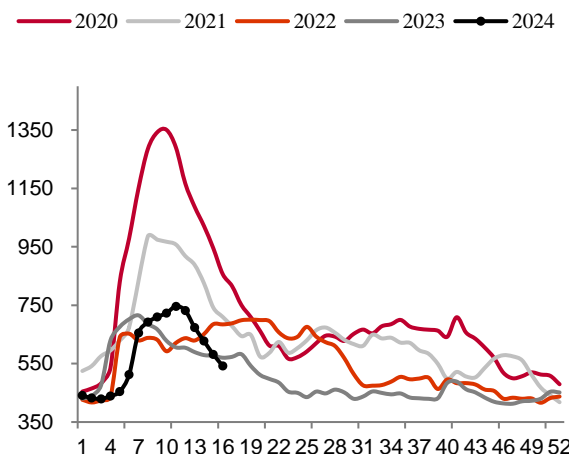
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

**图表 92: 历年五大品种社库波动 (万吨)**



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

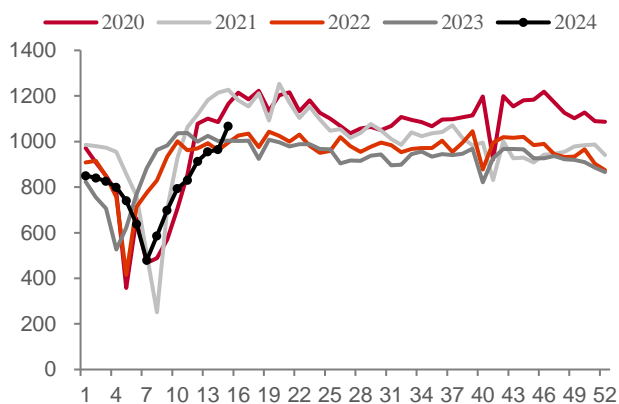
**图表 93: 历年五大品种厂库波动 (万吨)**



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

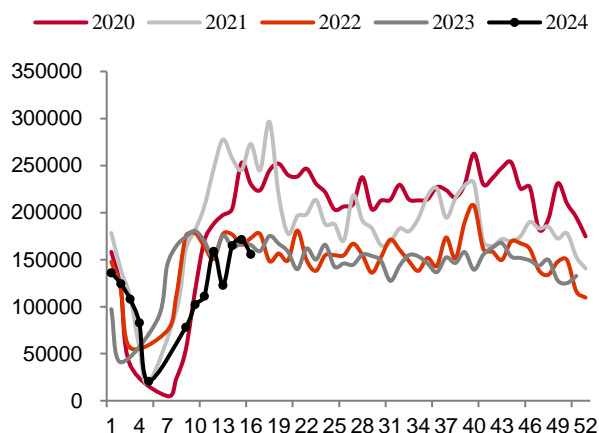
- **需求恢复:** 本周五大品种周消费量为 1067.5 万吨, 增幅 10%; 其中建材消费环比上升 30%, 板材消费环比下降 0.87%。本周五大品种表观消费较上周环比进一步增加, 整体需求表现持续恢复。

**图表 94: 五大品种总表观消费量 (万吨)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 95: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)**



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

- **矿价上升:** 本周 Platts62%117.8 美元/吨, 周环比上涨 5.8 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 1695.3 万吨, 环比下降 617.8 万吨, 其中中国到港量

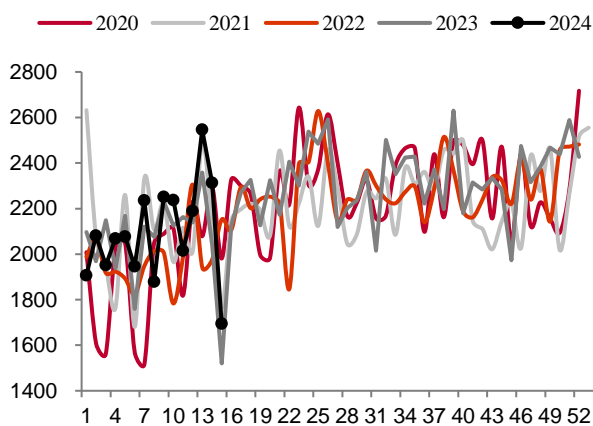
1225.2万吨，环比上升133.5万吨。最新钢厂进口矿库存天数21天，环比维持不变。天津准一冶金焦1840元/吨，环比上升100元/吨。废钢2500元/吨，与上周持平。

**图表 96: 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	117.8	112	5.8	107.9	9.9	118.2	-0.4
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	881	859	22	817	64	875	6
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	720	680	40	690	30	765	-45
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-881	-859	-22	-817	-64	-875	-6
	卡粉-超特	元/湿吨	-720	-680	-40	-690	-30	-765	45
	PB粉-超特	元/湿吨	161	179	-18	127	34	110	51
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	26.94	25.77	1.17	31.16	-4.22	21.42	5.52
	西澳-青岛	美元/吨	11.78	10.54	1.24	13.16	-1.38	7.92	3.86
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	1840	1740	100	2040	-200	2590	-750
	京唐港主焦煤	元/吨	1900	1900	0	2000	-100	2200	-300
张家港废钢		元/吨	2500	2500	20	2480	20	2740	-240
唐山方坯Q235		元/吨	3490	3410	80	3360	130	3740	-250

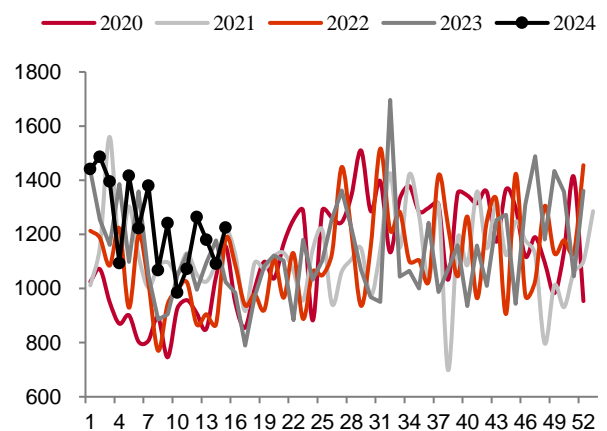
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 97: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

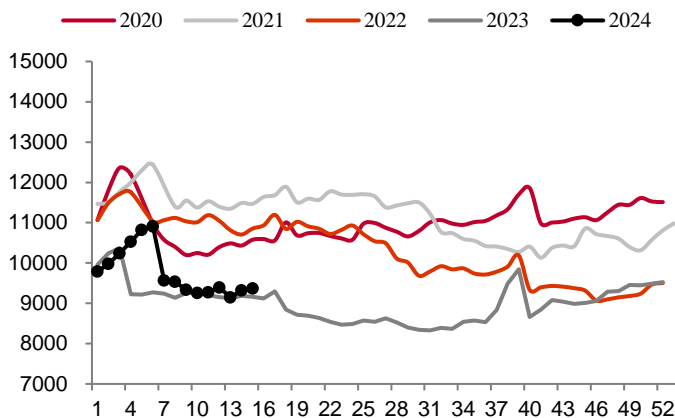
**图表 98: 中国铁矿石到港量 (万吨)**



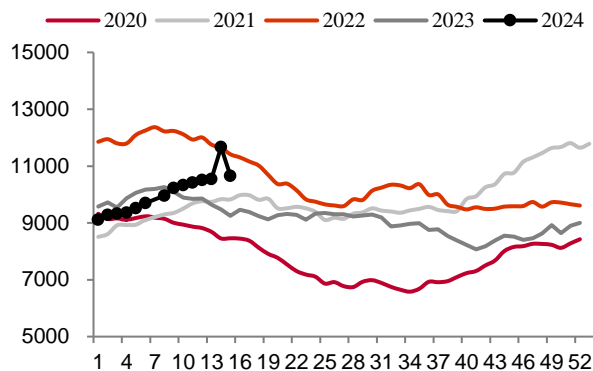
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 99: 进口矿港口库存 (万吨)**

**图表 100: 进口矿钢厂库存 (万吨)**



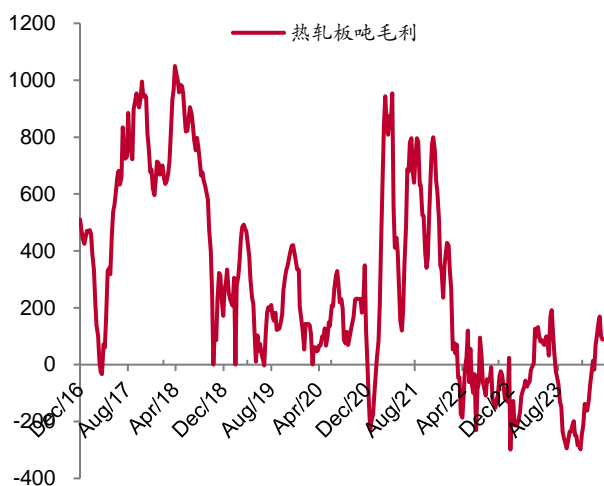
来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

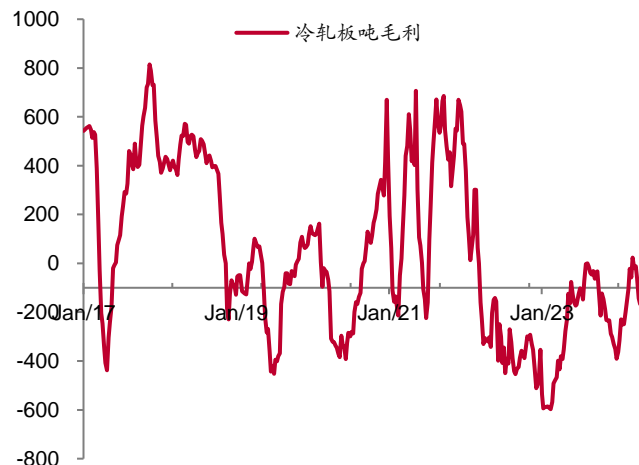
■ **吨钢盈利涨跌不一**: 热轧卷板(3mm)毛利 88 元/吨, 毛利率升至 2.59%; 冷轧板(1.0mm)毛利-167 元/吨, 毛利率降至-4.34%; 螺纹钢(20mm)毛利-49 元/吨, 毛利率降至-1.61%; 中厚板(20mm)毛利-97 元/吨, 毛利率降至-2.90%。

图表 101: 热轧卷板毛利变化(元/吨)



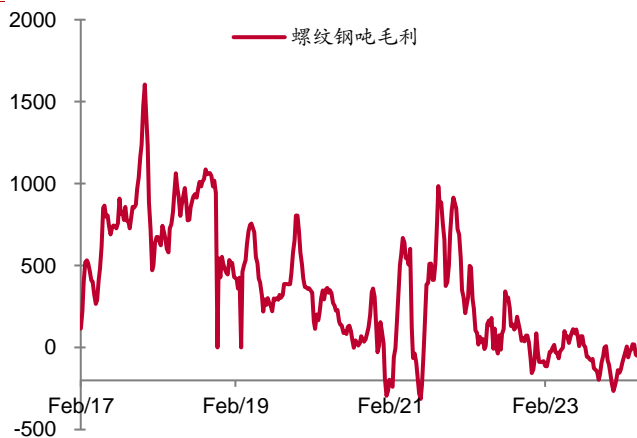
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 102: 冷轧卷板毛利变化(元/吨)



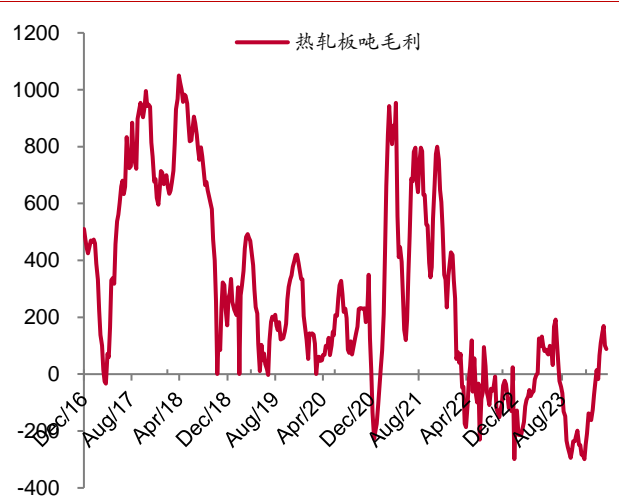
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 103: 螺纹钢毛利变化(元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 104: 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**：本周市场进一步压降年内美联储降息预期，但目前美国十年期国债实际收益率已处于2%左右的历史高位，降息空间最终将打开并带来实际利率的趋势性下行，而在去全球化背景下，美元信用的持续弱化也将支撑贵金属价格上行至新高度。
- **大宗金属**：国内 Q1 GDP 超预期，且进一步释放需求刺激政策，海外经济保持韧性，旺季去库开启——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。