

**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

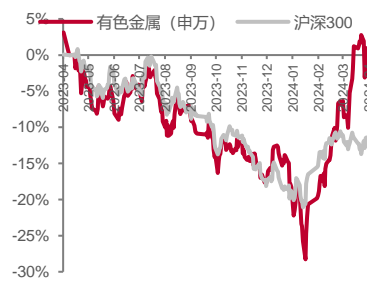
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

**基本状况**

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	29,171.29
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(4.26)价格	周度涨跌幅
COMEX黄金 美元/盎司	2,347.20	-2.76%
SHFE黄金 元/克	554.58	-2.41%
COMEX白银 美元/盎司	27.25	-5.52%
SHFE白银 元/千克	7,173	-3.30%
LME铜 美元/吨	9,960	0.87%
SHFE铜 元/吨	81,100	2.18%
LME铝 美元/吨	2,561	-3.76%
SHFE铝 元/吨	20,625	1.35%
LME铅 美元/吨	2,204	-0.45%
SHFE铅 元/吨	17,380	0.38%
LME锌 美元/吨	2,854	0.09%
SHFE锌 元/吨	22,910	0.75%
LME锡 美元/吨	32,150	-10.51%
SHFE锡 元/吨	263,170	-3.45%
LME镍 美元/吨	19,250	-1.05%
SHFE镍 元/吨	145,870	3.52%

来源：wind、中泰证券研究所

**投资要点**

■ **【本周关键词】：美国 Q1 GDP 超预期走低，国内进一步释放需求刺激政策**

■ **投资建议：趋势的延续，维持行业“增持”评级**

1) **贵金属**：本周美国滞胀预期升温，市场降低年内降息预期，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，降息空间终将打开并带来实际利率的趋势下行，而去全球化的背景下，美元信用持续弱化也将支撑贵金属价格上行至新高度。

2) **大宗金属**：国内进一步释放需求刺激政策，同时海外经济整体保持韧性，旺季整体去库的趋势有望延续——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：大宗价格涨跌互现**：1) 周内，LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为 0.9%、-3.8%、-0.5%、0.1%、-10.5%、-1.1%，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为 2.2%、1.4%、0.4%、0.7%、-3.4%、3.5%；2) COMEX 黄金收于 2347.20 美元/盎司，环比下跌 2.76%，SHFE 黄金收于 554.58 元/克，环比下跌 2.41%；3) 本周有色行业指数跑输市场，申万有色金属指数收于 4,714.86 点，环比下跌 2.04%，跑输上证综指 2.80 个百分点，金属新材料、工业金属、贵金属、小金属、能源金属的涨跌幅分别为 1.71%、-1.05%、-1.74%、-1.75%、-6.91%。

■ **宏观“三因素”总结——筑底回升的前半段：国内延续复苏；美国滞胀预期升温；欧元区经济景气度有所回落**。具体来看：

1) **国内 1 年期与 5 年期 LPR 环比持平**：1 年期贷款报价利率 3.45%（前值 3.45%），5 年期贷款市场报价利率 3.95%（前值 3.95%）；3 月工业企业利润累计同比 4.3%（前值 10.2%）；3 月服务贸易差额当月值 -215.95 亿美元（前值 -167.91 亿美元）。

2) **美国 Q1 GDP 初值不及预期，3 月核心 PCE 同比超预期**：2024 年 Q1 GDP 环比折年率 1.6%（预期 2.5%）；4 月 Markit 制造业 PMI 初值 49.9（预期 52.0）；3 月个人消费支出 193,509.3 亿美元（前值 191,900.1 亿美元）；3 月 PCE 物价指数同比 2.71%（预期 2.60%），环比 0.32%（预期 0.30%），核心 PCE 物价指数同比 2.82%（预期 2.60%），环比 0.32%（预期 0.30%）。

3) **欧元区 4 月制造业 PMI 初值回落且低于预期**：4 月制造业 PMI（初值）45.6（预期 46.5），服务业 PMI 初值为 52.9（预期 51.8），综合 PMI 初值 51.4（预期 50.8）；3 月 M1 同比 -6.45%（前值 -7.82%），M2 同比 0.02%（前值 -0.61%），M3 同比 1.06%（前值 0.36%）；4 月欧元区消费者信心指数初值季调 -14.7（预期 -14.0）。

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：美国通胀数据超预期，金价回落**

周内，十年期美债实际收益率 2.24%，环比 +0.03pcts，实际收益率模型计算的残差为 1608.3 美元/盎司，环比 -47.1 美元/盎司；中东地缘政治风险趋缓，市场避险情绪降温，而美国 24 年 Q1 实际 GDP 环比折年率初值不及预期，且核心 PCE 超预期，美国通胀仍具韧性，美联储降息进一步延后，贵金属价格回落。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：基本金属价格涨跌互现**

周内，美国 Q1 实际 GDP 不及预期、4 月 Markit PMI 初值超预期回落，但 PCE 物价指数超预期，使降息预期进一步延后，基本金属价格涨跌互现。

1、**对于电解铝，国际贸易摩擦不断但去库提速，铝价宽幅震荡**。

供应方面，云南地区电解铝企业继续释放复产产能，截至目前，本周电解铝行业开工产能 4253.10 万吨，较上周增加 10 万吨。库存方面，临近五一小长假

假，下游存在备货需求，铝锭去库加速。需求方面，下游消费韧性依旧存在，叠加临近五一假期，部分终端提货加快，带动本周国内铝型材企业开工率小幅回升。成本方面，目前电解铝 90 分位成本 17810 元/吨。

- 1) 截至 4 月 26 日，氧化铝价格 3389 元/吨，与上周相比环比增长 2.2%，氧化铝成本 3015 元/吨，环比上升 0.27%，吨毛利 374 元/吨，环比上升 20.94%。
- 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 4767 元/吨，环比下降 0.06%，周内平均吨毛利-207 元/吨，环比下降 1.44%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4780 元/吨，环比上升 4.82%，周内平均吨毛利-220 元/吨。
- 3) 除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 16157 元/吨，环比上升 0.21%，长江现货铝价 20490 元/吨，环比上升 0.69%，吨铝盈利 2876 元，环比上升 2.53%。

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，下游开工整体持稳，下游低价补库积极性尚可，铝现货库存周内表现去库，同时，国内矿端开工率难有好转，氧化铝市场偏强震荡，给予铝价成本支撑。另外国际贸易摩擦又起，墨西哥计划进口铝材加征关税，此举将进一步提升铝交易成本，最终引发商品价格上涨，坚定看好铝价上行趋势。

## 2、对于电解铜，电解铜社库依旧未有去化，但期铜持续强势。

供给方面，4 月 26 日 SMM 进口铜精矿指数（周）报 4.11 美元/吨，较上一期的 4.23 美元/吨减少 0.12 美元/吨。库存方面，截至 4 月 26 日，国内社会库存 48.24 万吨，环比上升 0.55 万吨。海外库存（期货）方面，截止 4 月 26 日，LME+COMEX 铜库存量 14.47 万吨，环比降低 0.47 万吨。需求方面，本周节前备库需求上升，带动整体开工率回升。

总结来看，本周铜价先抑后扬，期间仅表现小幅回调。即使美联储继续发表鹰派言论，但美元自上周冲高后持续回吐涨幅，一定程度上缓解铜价上方压力，同时矿端紧张持续发酵，在长期供需格局重塑以及全球库存周期正在重启的背景下，电解铜板块将持续强势。

## 3、对于锌，国内外锌价重心下挫。

周内，美国经济增长意外疲软，而通胀数据元朝预期，市场预计美联储或推迟降息，降息前景进一步受挫，国内外锌价重心下挫。供给方面，百川统计国内锌锭周度产量为 10.53 万吨，环比+0.6%；需求方面，临近五一，下游开工小幅好转，但锌价高位仍压制下游采购情绪。库存方面，七地锌锭库存 21.28 万吨，较上周去库 0.49 万吨。

## 4、对于钢铁，焦企第三轮提涨，原料支撑作用凸显。

供应方面，随着长流程企业利润的修复，钢厂复产积极性提高，短期长流程产量或将稳中略增；需求方面，市场成交多以刚需为主，投机需求则观望居多，短期需求缺乏亮眼表现；库存方面，华东及南方库存去化速度走弱，或将拖累整体降库幅度；心态方面，铁水继续回升，矿价稳定，焦企开启第三轮提涨，原材支撑力度较强。综合来看，预计节后国内钢价或将震荡为主。

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

## 内容目录

1.行情回顾.....	- 7 -
1.1 股市行情回顾：美股、A股整体回升.....	- 7 -
1.2 贵金属：美国通胀数据超预期，金价回落.....	- 8 -
1.3 大宗金属：基本金属价格涨跌互现.....	- 8 -
2.宏观“三因素”运行态势跟踪.....	- 9 -
2.1 中国因素：经济保持复苏趋势.....	- 9 -
2.2 美国因素：24年Q1 GDP初值不及预期，3月核心PCE同比超预期.....	- 10 -
2.3 欧洲因素：欧元区4月制造业PMI初值回落且低于预期.....	- 12 -
2.4 全球因素：全球制造业PMI持续回升.....	- 12 -
3.贵金属：大周期上行趋势不变.....	- 13 -
3.1 贵金属价格保持强势.....	- 13 -
3.2 黄金ETF持仓环比减少，COMEX净多头结构延续.....	- 15 -
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.....	- 18 -
4.1 铝：国际贸易摩擦不断但去库提速，铝价宽幅震荡.....	- 18 -
4.2 铜：电解铜社库依旧未有去化，但期铜持续强势.....	- 26 -
4.3 锌：国内外锌价重心下挫.....	- 29 -
4.4 钢铁：焦企第三轮提涨，原料支撑作用凸显.....	- 31 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 34 -
6.风险提示.....	- 35 -

## 图表目录

图表 1: 申万一级行业与上证综指周涨跌幅.....	- 7 -
图表 2: 周内子板块涨跌幅表现.....	- 7 -
图表 3: 周内有色金属领涨个股.....	- 8 -
图表 4: 周内有色金属领跌个股.....	- 8 -
图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势.....	- 8 -
图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势.....	- 8 -
图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅.....	- 9 -
图表 8: 国内 1 年期与 5 年期 LPR (%) .....	- 9 -
图表 9: 国内工业企业利润总额累计值及累计同比.....	- 9 -
图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆) .....	- 10 -
图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米) .....	- 10 -
图表 12: 国内石油沥青装置开工率 (%) .....	- 10 -
图表 13: 国内高炉开工率 (%) .....	- 10 -
图表 14: 美国:Markit 制造业 PMI:季调.....	- 10 -
图表 15: 国内出口金额当月同比 (%) .....	- 10 -
图表 16: 美国 GDP 不变价同比及环比 (%) .....	- 11 -
图表 17: 美国核心 PCE 当月同比 (%) .....	- 11 -
图表 18: 美国失业率季调 (%) .....	- 11 -
图表 19: 美国当周初请失业金人数季调 (万人) .....	- 11 -
图表 20: 美联储利率政策市场预期.....	- 11 -
图表 21: 美元指数走势图.....	- 11 -
图表 22: 欧元区 CPI 同比及环比 (%) .....	- 12 -
图表 23: 欧元区 M1、M2 及 M3 同比 (%) .....	- 12 -
图表 24: 全球制造业与服务业 PMI.....	- 12 -
图表 25: 全球制造业 PMI 分项.....	- 12 -
图表 26: 全球主要经济体制造业 PMI .....	- 13 -
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) .....	- 14 -
图表 28: 十年期美债收益率与联邦基金利率 (%) .....	- 14 -
图表 29: 通胀预期与真实收益率 (%) .....	- 14 -
图表 30: 金价与十年期美国国债收益率.....	- 14 -
图表 31: 美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系.....	- 14 -
图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨) .....	- 15 -
图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张) .....	- 15 -

图表 34: 全球央行购金 (单位: 吨)	- 15 -
图表 35: 国内央行黄金储备变动	- 15 -
图表 36: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低	- 16 -
图表 37: 平价上网成为现实 (元/度)	- 16 -
图表 38: 白银供需平衡表预测 (吨)	- 17 -
图表 39: 光伏产业白银需求预测	- 17 -
图表 40: 金银比 (伦敦现货)	- 17 -
图表 41: 金银比修复行情历史复盘	- 18 -
图表 42: 电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨)	- 18 -
图表 43: 电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况 (单位: 万吨)	- 19 -
图表 44: 国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨)	- 19 -
图表 45: 电解铝周度产量 (万吨)	- 20 -
图表 46: 国内电解铝月度表观需求 (万吨)	- 20 -
图表 47: 铝型材开工率 (%)	- 20 -
图表 48: 铝线缆开工率 (%)	- 20 -
图表 49: 铝板带开工率 (万吨)	- 20 -
图表 50: 铝箔开工率 (%)	- 20 -
图表 51: 国内铝锭总库存走势 (万吨)	- 21 -
图表 52: 国内铝棒总库存走势 (万吨)	- 21 -
图表 53: 国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)	- 21 -
图表 54: 国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	- 21 -
图表 55: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	- 21 -
图表 56: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)	- 21 -
图表 57: LME 铝期货库存变动 (万吨)	- 21 -
图表 58: 电解铝的完全成本构成	- 22 -
图表 59: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)	- 22 -
图表 60: 氧化铝生产成本构成	- 23 -
图表 61: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)	- 23 -
图表 62: 预焙阳极生产成本构成	- 23 -
图表 63: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)	- 23 -
图表 64: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)	- 24 -
图表 65: 石油焦价格 (元/吨)	- 24 -
图表 66: 石油焦库存 (万吨)	- 25 -
图表 67: 国内石油焦产能利用率 (%)	- 25 -
图表 68: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)	- 25 -

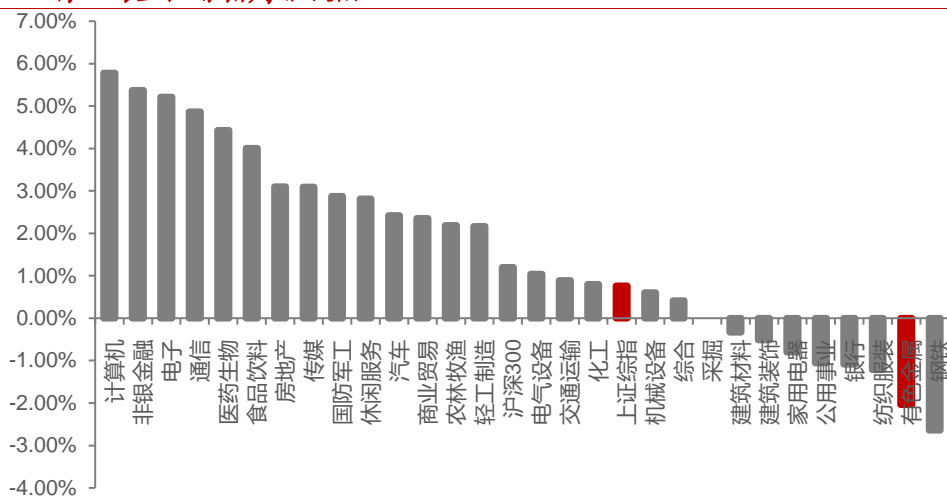
图表 69: 铜矿 TC/RC .....	- 26 -
图表 70: 电解铜周度产量 (万吨) .....	- 26 -
图表 71: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨) .....	- 26 -
图表 72: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨) .....	- 27 -
图表 73: 境内及保税区社会库存变动 (万吨) .....	- 27 -
图表 74: 电解铜社会库存变动 (万吨) .....	- 28 -
图表 75: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%) .....	- 28 -
图表 76: 电线电缆开工率 (%) .....	- 28 -
图表 77: 国产及进口锌精矿加工费对比 .....	- 29 -
图表 78: 国产锌精矿分地区加工费 .....	- 29 -
图表 79: 国内锌七地库存 (万吨) .....	- 30 -
图表 80: LME 锌库存变动趋势 (吨) .....	- 30 -
图表 81: 镀锌开工率 (%) .....	- 30 -
图表 82: 镀锌原料库存 (吨) .....	- 30 -
图表 83: 压铸锌开工率 (%) .....	- 30 -
图表 84: 压铸锌原料库存 (吨) .....	- 30 -
图表 85: 氧化锌开工率 (%) .....	- 30 -
图表 86: 氧化锌原料库存 (吨) .....	- 30 -
图表 87: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨) .....	- 31 -
图表 88: 本周库存波动对比 (万吨) .....	- 31 -
图表 89: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨) .....	- 32 -
图表 90: 五大品种周度产量合计 (万吨) .....	- 32 -
图表 91: 历年五大品种社库波动 (万吨) .....	- 32 -
图表 92: 历年五大品种厂库波动 (万吨) .....	- 32 -
图表 93: 五大品种总表观消费量 (万吨) .....	- 32 -
图表 94: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨) .....	- 32 -
图表 95: 钢铁主要生产要素价格一览 .....	- 33 -
图表 96: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨) .....	- 33 -
图表 97: 中国铁矿石到港量 (万吨) .....	- 33 -
图表 98: 进口矿港口库存 (万吨) .....	- 33 -
图表 99: 进口矿钢厂库存 (万吨) .....	- 33 -
图表 100: 热轧卷板毛利变化 (元/吨) .....	- 34 -
图表 101: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨) .....	- 34 -
图表 102: 螺纹钢毛利变化 (元/吨) .....	- 34 -
图表 103: 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、A股整体回升

- 周内，美股三大指数整体回升（道指↑0.67%，纳斯达克↑4.23%，标普↑2.67%）。
- 本周 A 股整体回升：上证指数收于 3,088.64 点，环比上涨 0.76%；深证成指收于 9,463.91 点，环比上涨 1.99%；沪深 300 收于 3,584.27 点，环比上涨 1.20%；申万有色金属指数收于 4,714.86 点，环比下跌 2.04%，跑输上证综指 2.80 个百分点。

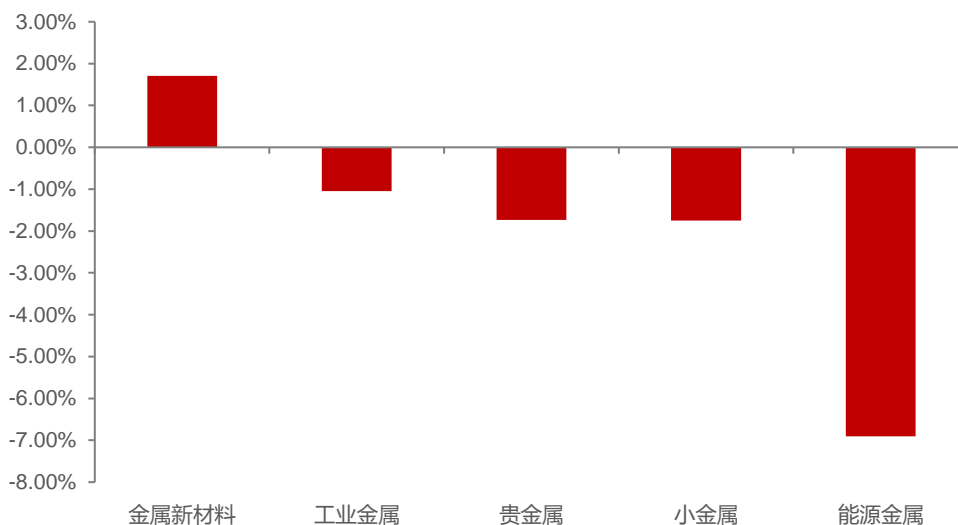
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，金属新材料、工业金属、贵金属、小金属、能源金属的涨跌幅分别为 1.71%、-1.05%、-1.74%、-1.75%、-6.91%。

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	2024.04.26 收盘价	2024.04.19 收盘价	周涨跌幅
600490.SH	鹏欣资源	4.12	3.64	13.2%
002806.SZ	华锋股份	8.44	7.50	12.5%
002996.SZ	顺博合金	8.88	8.04	10.4%
002155.SZ	湖南黄金	16.16	14.65	10.3%
002532.SZ	天山铝业	7.49	6.95	7.8%
000612.SZ	焦作万方	7.95	7.38	7.7%
300337.SZ	银邦股份	6.85	6.37	7.5%
300328.SZ	宜安科技	5.01	4.66	7.5%
300811.SZ	铂科新材	56.35	52.43	7.5%
603612.SH	索通发展	13.66	12.73	7.3%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 周内有色金属领跌个股

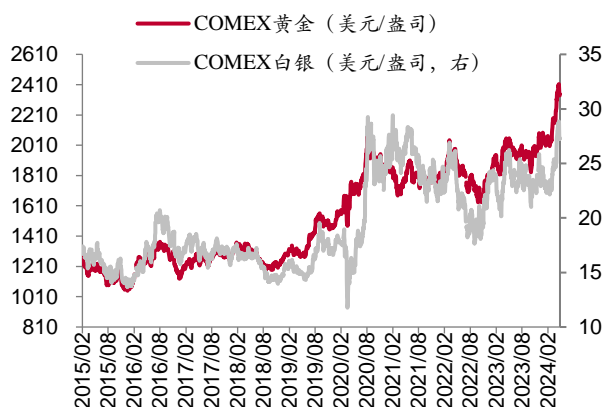
证券代码	证券名称	2024.04.26 收盘价	2024.04.19 收盘价	周涨跌幅
002466.SZ	天齐锂业	38.87	47.04	-17.4%
002295.SZ	精艺股份	6.01	6.68	-10.0%
000970.SZ	中科三环	8.52	9.35	-8.9%
002738.SZ	中矿资源	34.43	37.10	-7.2%
002460.SZ	赣锋锂业	34.30	36.90	-7.0%
002756.SZ	永兴材料	45.59	48.58	-6.2%
000657.SZ	中钨高新	10.71	11.39	-6.0%
000960.SZ	锡业股份	17.23	18.32	-5.9%
300618.SZ	寒锐钴业	29.26	31.04	-5.7%
000603.SZ	盛达资源	13.48	14.29	-5.7%

来源: wind, 中泰证券研究所

### 1.2 贵金属: 美国通胀数据超预期, 金价回落

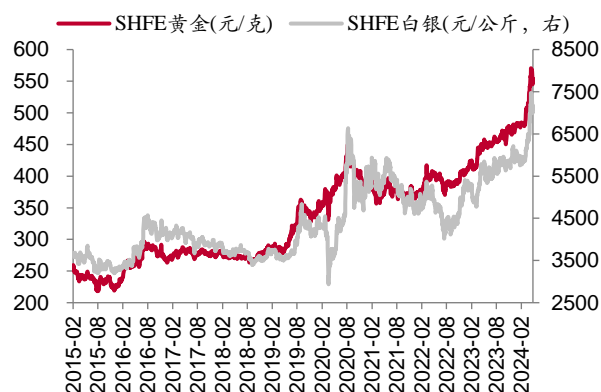
- 周内, 中东地缘政治风险趋缓, 市场避险情绪有所降温, 而美国 24 年 Q1 实际 GDP 环比折年率初值有所回落且不及预期, 但核心 PCE 物价指数同比高于预期, 显示美国通胀仍具备韧性, 市场预期美联储将延迟至 9 月开始降息, 贵金属价格有所回落。截至 4 月 27 日, COMEX 黄金收于 2347.20 美元/盎司, 环比下跌 2.76%; COMEX 白银收于 27.25 美元/盎司, 环比下跌 5.52%; SHFE 黄金收于 554.58 元/克, 环比下跌 2.41%; SHFE 白银收于 7173 元/千克, 环比下跌 3.30%。

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: 基本金属价格涨跌互现

- 周内, 美联储继续发表鹰派言论, 但市场已经计入美联储将推迟降息预期, 后半周美元并未继续强势, 且美国 24 年 2Q1 实际 GDP 不及预期, PCE 物价指数高于预期, 美元指数有所回落, 基本金属价格涨跌互现。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为 0.9%、-3.8%、-0.5%、0.1%、-10.5%、-1.1%, 价格涨跌互现。



图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅

	交易所	最新价格	2020.1.23 价格	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅	2020.1.23 至今涨跌幅	2010 年至今价格分位数
铜	LME	9960	6082	0.9%	2.1%	63.8%	83.8%
	SHFE	81100	48020	2.2%	15.2%	68.9%	
铝	LME	2561	1794	-3.8%	-9.0%	42.7%	74.7%
	SHFE	20625	14100	1.4%	1.2%	46.3%	
铅	LME	2204	1988	-0.5%	-3.8%	10.9%	63.3%
	SHFE	17380	14850	0.4%	13.6%	17.0%	
锌	LME	2854	2373	0.1%	-19.3%	20.2%	82.1%
	SHFE	22910	18160	0.7%	-5.0%	26.2%	
锡	LME	32150	17200	-10.5%	-17.5%	86.9%	95.2%
	SHFE	263170	137340	-3.4%	-11.1%	91.6%	
镍	LME	19250	13375	-1.1%	-7.0%	43.9%	55.2%
	SHFE	145870	105850	3.5%	-4.1%	37.8%	

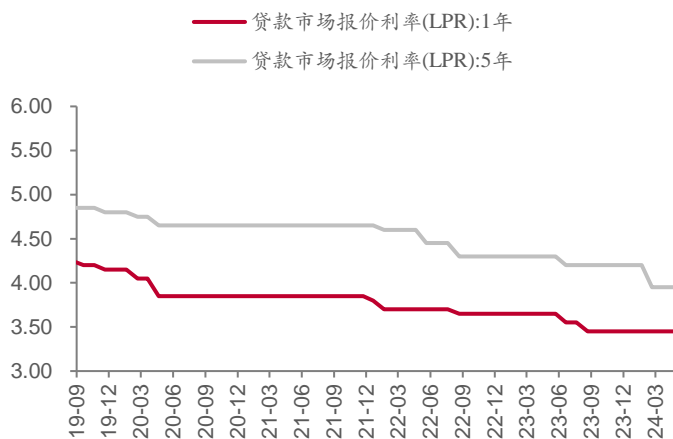
来源: wind, 中泰证券研究所, 注: LME 金属单位为美元/吨, SHFE 金属单位为元/吨。

## 2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

### 2.1 中国因素: 经济保持复苏趋势

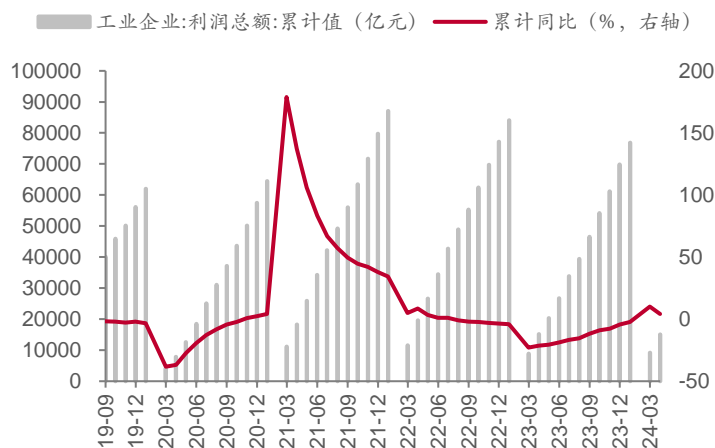
- 国内 1 年期与 5 年期 LPR 环比持平。本周披露国内 1 年期贷款市场报价利率为 3.45% (前值 3.45%), 5 年期贷款市场报价利率为 3.95% (前值 3.95%); 3 月工业企业利润累计同比为 4.3% (前值 10.2%); 3 月服务贸易差额当月值为 -215.95 亿美元 (前值 -167.91 亿美元)。

图表 8: 国内 1 年期与 5 年期 LPR (%)



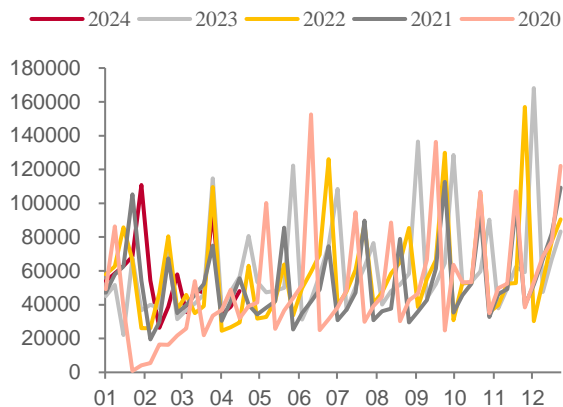
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 国内工业企业利润总额累计值及累计同比

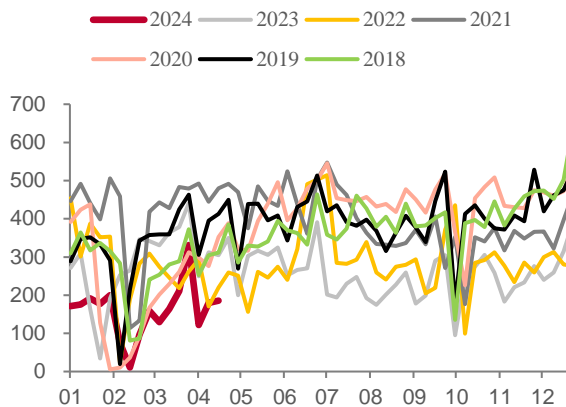


来源: Wind, 中泰证券研究所

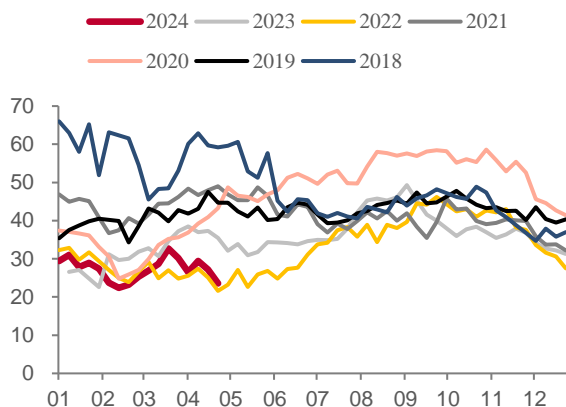
- 国内高频数据跟踪: 汽车消费回升、地产数据回升、出口回落  
 消费端: 汽车消费回升, 周内乘用车日均销量 48,033 辆, 环比 +23.72%; 投资端: 地产数据有所回升, 本周国内 30 大中城市商品房成交面积 185.73 万平方米, 环比 +3.12%; 生产端: 石油沥青开工率为 23.60%, 环比 -3.60pcts, 高炉开工率为 79.75%, 环比 +0.87pcts, 和往年同期相比处于偏低水平; 出口端: 美国 4 月 Markit 制造业 PMI 为 49.9, 环比 -2.0, 2 月国内出口金额当月同比 -7.5% (前值 5.6%, 预期 -2.12%), 出口景气度略有回落。

**图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆)**


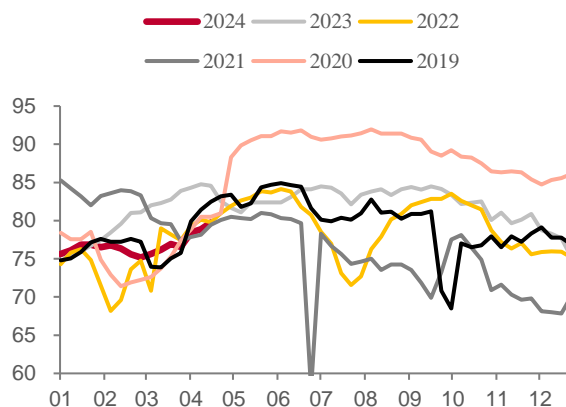
来源: Wind, 中泰证券研究所

**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 (%)**


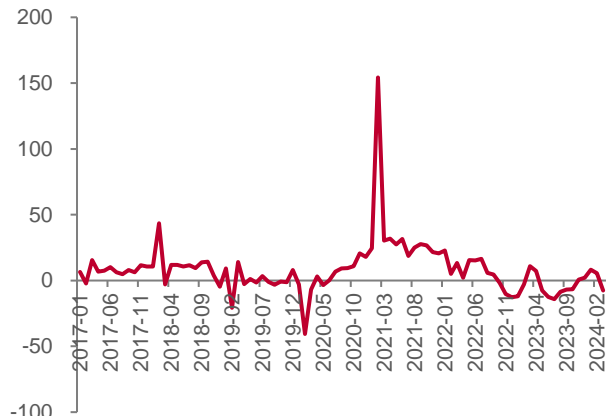
来源: Wind, 中泰证券研究所

**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: 24 年 Q1 GDP 初值不及预期, 3 月核心 PCE 同比超预期

- 美国 24 年 Q1 GDP 初值超预期回落，3 月核心 PCE 指数同比超预期。**  
 本周披露美国 2024 年 Q1 GDP（初值）季调环比折年率为 1.6%（前值 3.4%，预期 2.5%）；4 月 Markit 制造业 PMI（初值）为 49.9（前值 51.9，预期 52.0），服务业 PMI（初值）为 50.9（前值 51.7，预期 52.0）；3 月个人消费支出季调为 193,509.3 亿美元（前值 191,900.1 亿美元）；3 月 PCE 物价指数同比为 2.71%（前值 2.50%，预期 2.60%），环比 0.32%（前值 0.34%，预期 0.30%），核心 PCE 物价指数同比为 2.82%（前值 2.84%，预期 2.60%），环比 0.32%（前值 0.27%，预期 0.30%）。

**图表 16: 美国 GDP 不变价同比及环比 (%)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 17: 美国核心 PCE 当月同比 (%)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 美国当周初请失业金人数环比回落。**本周披露美国当周初请失业金人数季调为 20.7 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 - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	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%	2.4%	97.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	10.8%	88.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	28.6%	68.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	12.5%	43.8%	42.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.2%	3.6%	19.6%	43.6%	33.0%
2024/12/18	0.0%	0.1%	1.5%	9.8%	28.8%	39.5%	20.2%
2025/1/29	0.0%	0.5%	3.9%	15.3%	31.9%	33.9%	14.4%
2025/3/19	0.2%	1.8%	8.1%	21.4%	32.7%	26.7%	9.1%
2025/4/30	0.6%	3.5%	11.7%	24.5%	31.1%	22.0%	6.6%

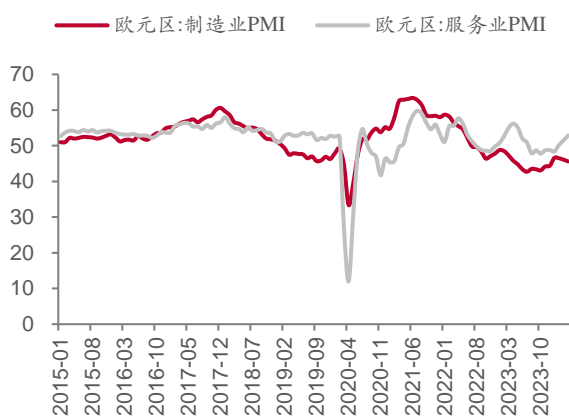
来源：CME，中泰证券研究所，注：截至 2024 年 04 月 27 日



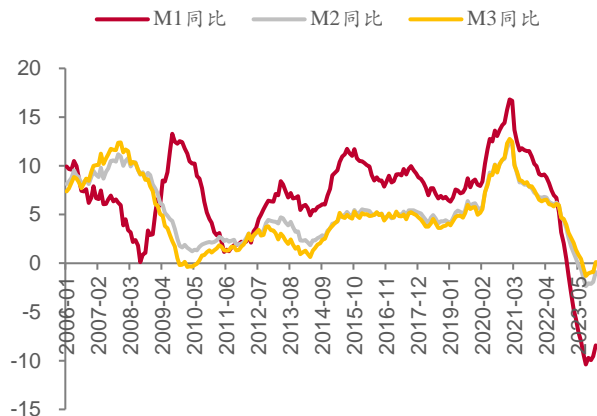
来源：Wind，中泰证券研究所

### 2.3 欧洲因素：欧元区 4 月制造业 PMI 初值回落且低于预期

- 欧元区 4 月制造业 PMI 初值有所回落且低于预期。本周披露欧元区 4 月制造业 PMI（初值）为 45.6（前值 46.1，预期 46.5），服务业 PMI（初值）为 52.9（前值 51.5，预期 51.8），综合 PMI（初值）为 51.4（前值 50.3，预期 50.8）；3 月 M1 同比为 -6.45%（前值 -7.82%），M2 同比为 0.02%（前值 -0.61%），M3 同比为 1.06%（前值 0.36%）；4 月欧元区消费者信心指数（初值）季调为 -14.7（前值 -14.9，预期 -14.0）。

**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 M1、M2 及 M3 同比 (%)**


来源：Wind，中泰证券研究所

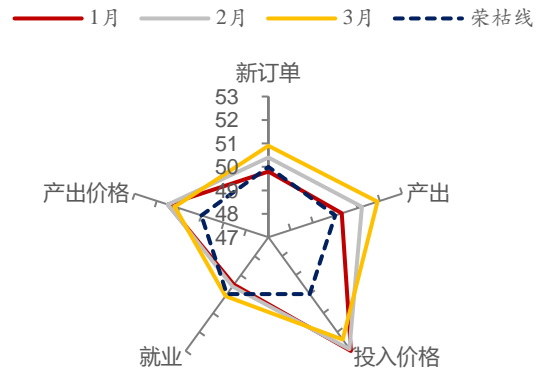
### 2.4 全球因素：全球制造业 PMI 持续回升

- 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

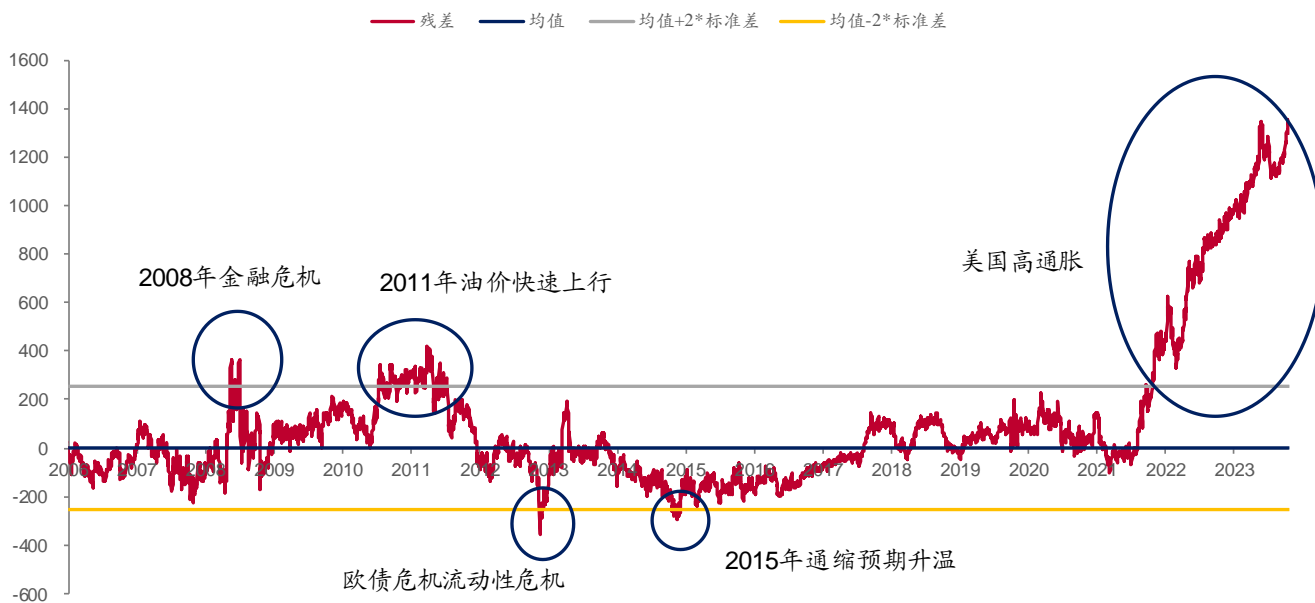
### 3. 贵金属: 大周期上行趋势不变

#### 3.1 贵金属价格保持强势

- 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。

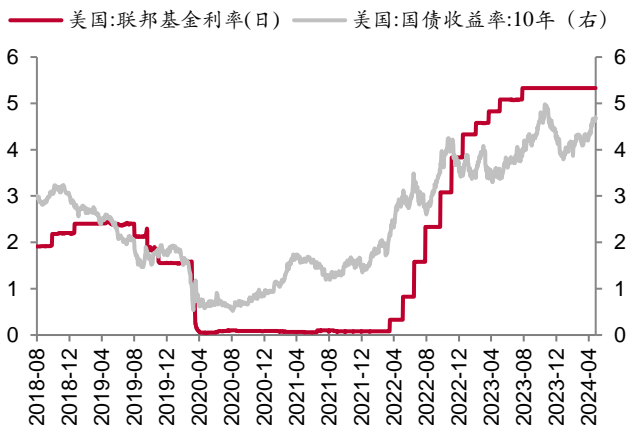
**图表 27: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 截至4月26日, 本周美国10年期国债名义收益率隐含通胀预期回升至2.43%, 10年期国债实际收益率环比回升至2.24%; 截至4月27日, COMEX黄金收于2347.20美元/盎司, 环比下跌2.76%; COMEX白银收于27.25美元/盎司, 环比下跌5.52%; SHFE黄金收于554.58元/克, 环比下跌2.41%; SHFE白银收于7173元/千克, 环比下跌3.30%。

**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

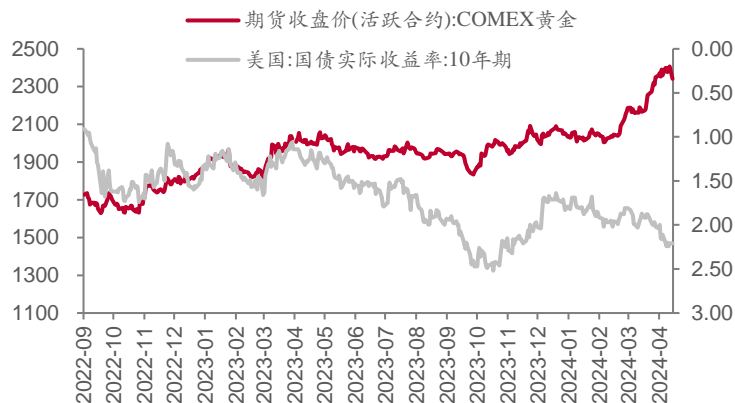
**图表 29: 通胀预期与真实收益率 (%)**



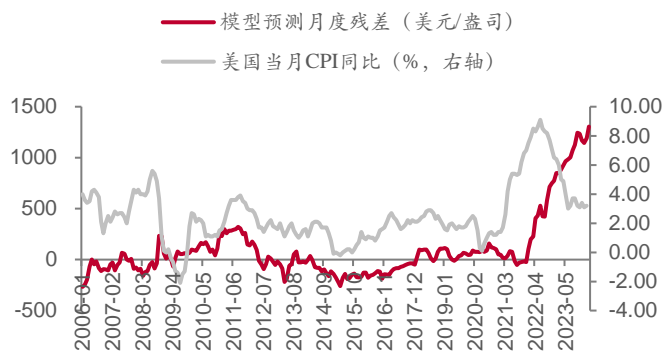
来源: Wind, 中泰证券研究所

**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

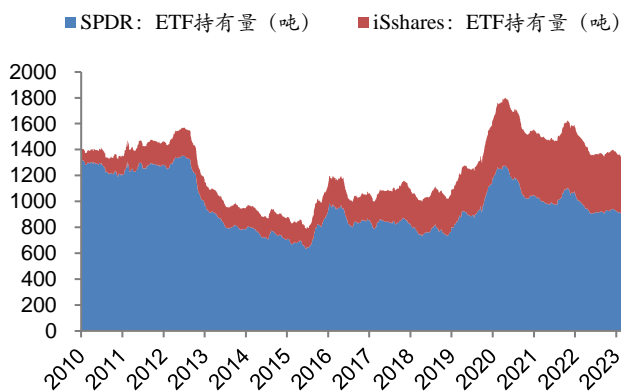


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 3.2 黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 净多头结构延续

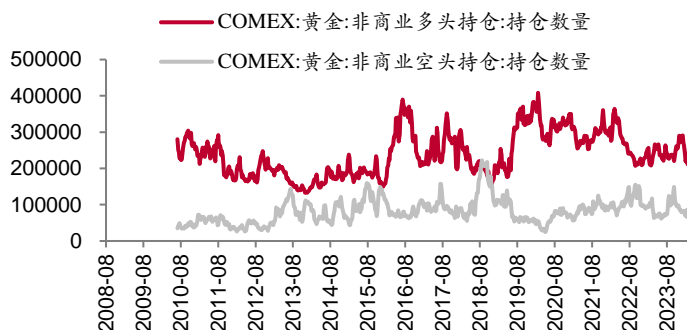
- **黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 净多头结构延续。**截至 4 月 26 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,214.76 吨, 环比减少 0.12 吨。截至 4 月 23 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回升至 27.95 万张附近 (前值 27.88 万张), 同时非商业空头持仓回落至 7.66 万张附近 (前值 7.69 万张附近), 净多头持仓量回升至 20.29 万张 (前值 20.29 万张)。国内央行连续 16 个月增持黄金, 同时全球央行购金速度维持高位。

图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

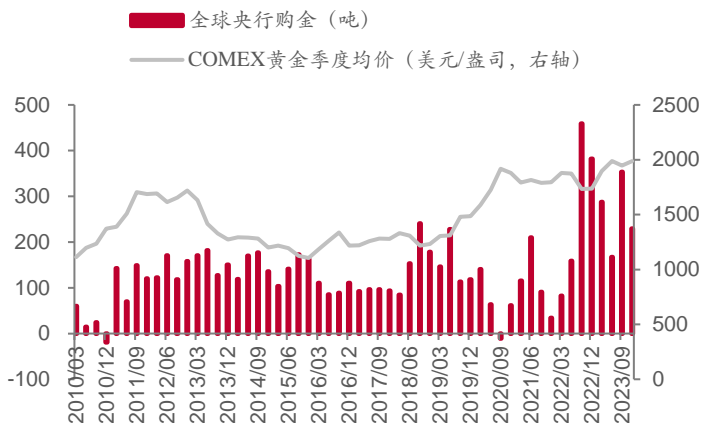
图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)



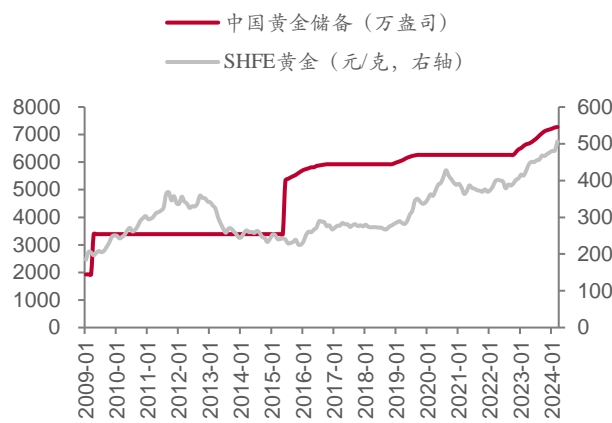
来源: Wind, 中泰证券研究所

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

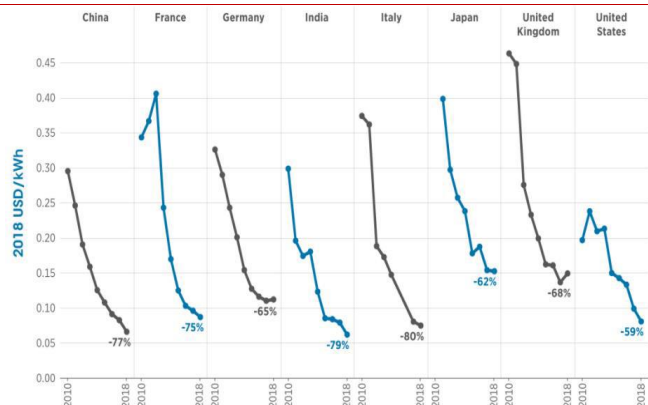


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 3.3 光伏产业链步入景气周期，白银有望开启黄金时代

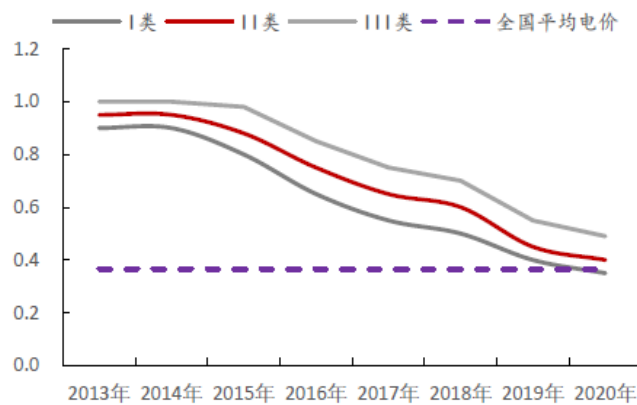
- 能源转型已经成为全球共识，光伏产业趋势逐渐确立。2020年9月14日BP发布《世界能源展望（2020版）》预测能源转型加速、石油需求封顶；2020年9月17日欧盟发布的气候目标，将2030年可再生能源占比目标从32%以上提升至38%-40%；2020年9月21日GE宣布退出新增煤电市场；2020年9月22日中国宣布2060实现碳中和。由于新能源成本优势，全球能源转型加速，其中光伏也逐步从补充能源向主力能源转型，产业趋势确立。
- 随着光伏行业成本的不断下降，平价上网时代已临近，行业有望开启内生驱动下的高增。在过去十年，伴随着政策补贴，光伏行业自身成本降低效果明显，表现为硅料、非硅成本持续降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



- **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 38：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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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 39：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 26 日，当前金银比 84.82，环比回升 0.55

**图表 40：金银比（伦敦现货）**



来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 41: 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: 国际贸易摩擦不断但去库提速, 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 54 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 4253.1 万吨, 较上周上升 10 万吨。
- **云南新增复产 10 万吨。**截至 2024 年 4 月 26 日, 2024 年中国电解铝总复产规模 161 万吨, 已复产 54 万吨, 待复产 107 万吨, 预期年内还可复产 102.5 万吨, 预期年内最终实现复产累计 156.5 万吨。

**图表 42: 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
<b>云南</b>	<b>云铝集团</b>	<b>61</b>	<b>20</b>	<b>2024/3</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>61</b>
云南	云南神火铝业有限公司	36	21	2024/3	15	15	36

云南	云南宏泰新型材料有限公司	10	8	2023年二季度	2	2	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	54		107	102.5	156.5

资料来源：百川、中泰证券研究所

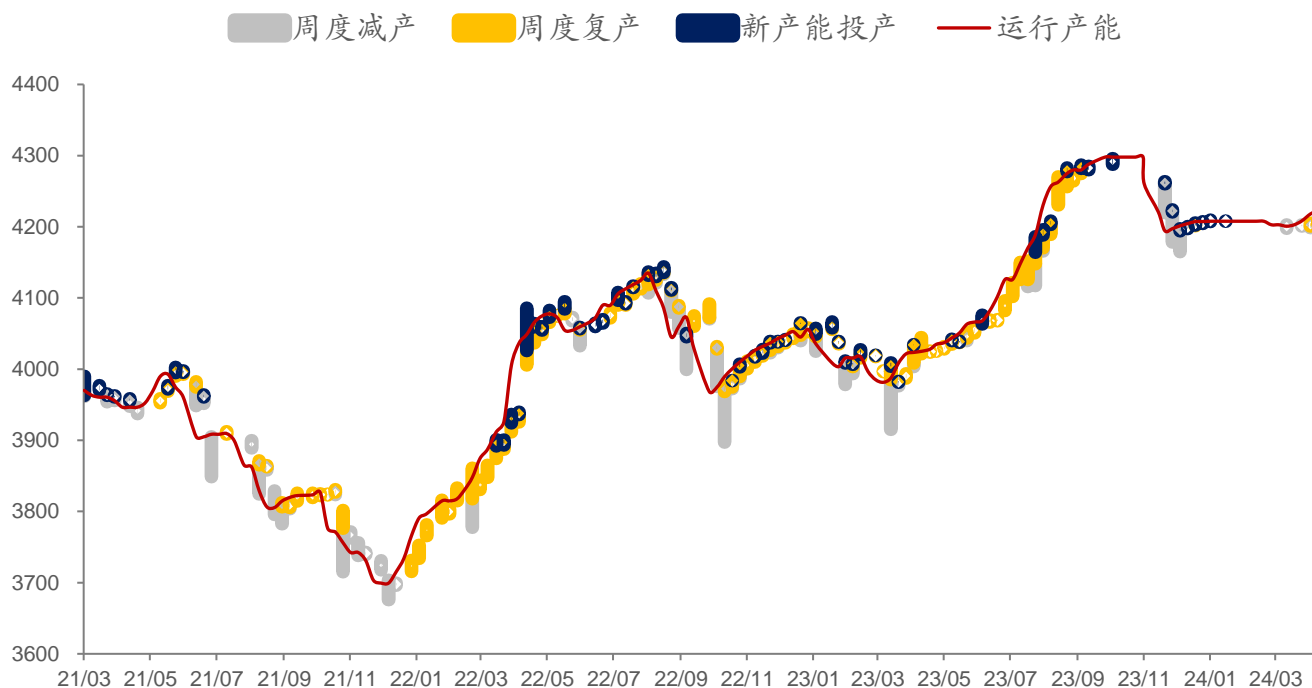
- **无新增投产产能。**截至 2024 年 4 月 26 日，2024 年中国电解铝已建成且待投产的新产能 298 万吨，已投产 0 万吨，待开工新产能 125 万吨，预期年内还可投产共计 125 万吨，预期年度最终实现累计 125 万吨。

**图表 43：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	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	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

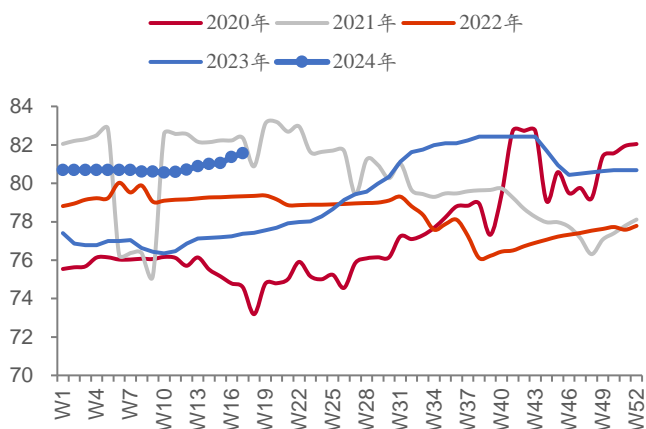
- **电解铝运行产能增加。**截止 2024 年 4 月 26 日，国内电解铝运行产能达 4253.10 万吨。

**图表 44：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

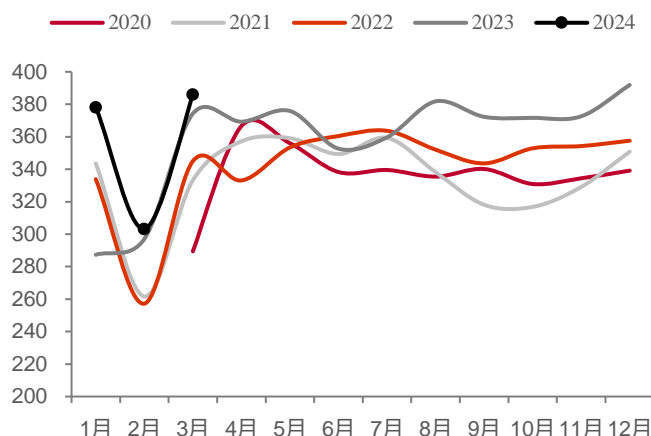
- **供应产量上升。**根据百川，本周电解铝产量 81.57 万吨，环比上升 0.25%。

图表 45: 电解铝周度产量(万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

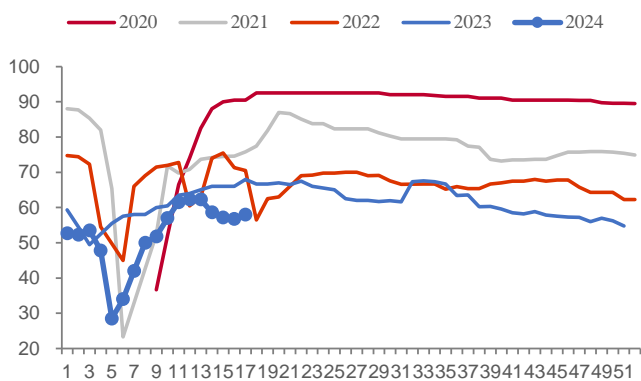
图表 46: 国内电解铝月度表观需求(万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

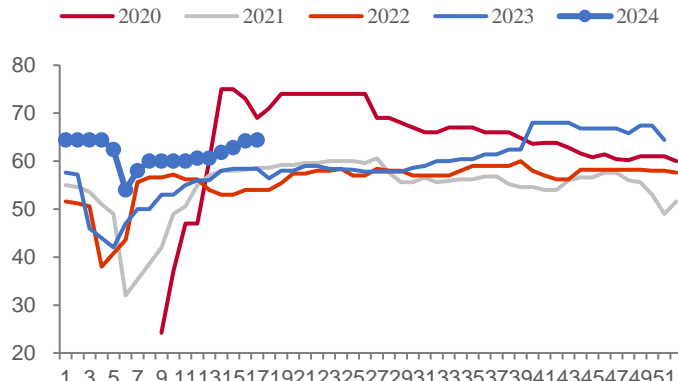
- **铝加工板块开工率环比小幅上升:** 截止 2024 年 4 月 26 日, 铝加工企业平均开工率为 64.4%, 环比上升 0.2PCT。临近五一假期, 部分终端提货加快, 带动本周国内铝型材企业开工率小幅回升。

图表 47: 铝型材开工率(%)



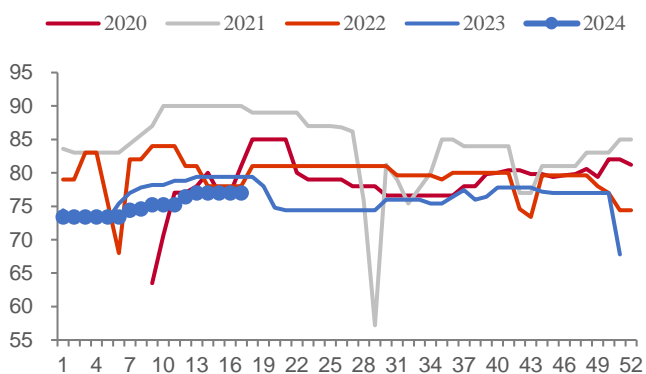
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 48: 铝线缆开工率(%)



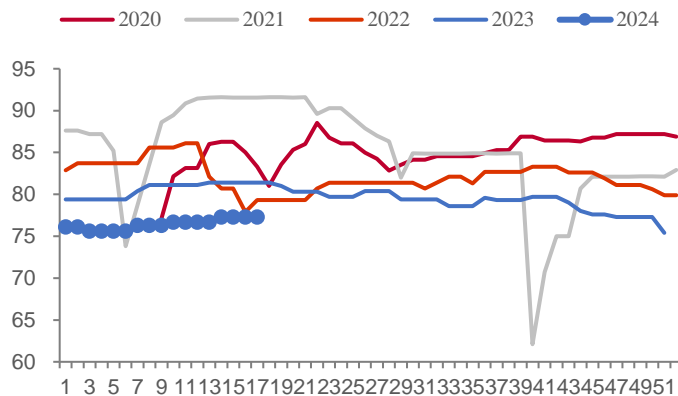
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 49: 铝板带开工率(万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 50: 铝箔开工率(%)

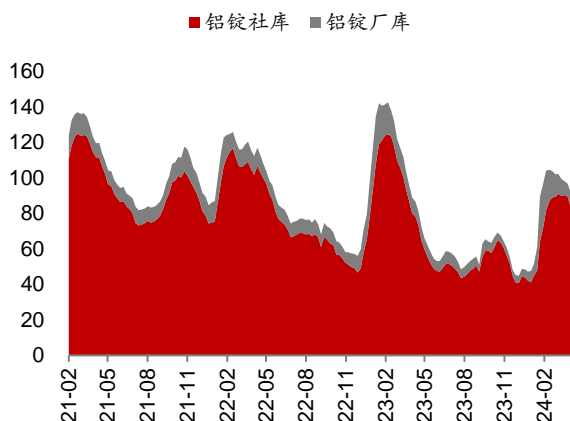


来源: 百川, 中泰证券研究所

- **去库持续:** 2024 年 4 月 26 日, 根据钢联统计, 国内铝锭库存 92.4 万吨, 环比下降 4.4 万吨; 国内铝棒库存 50.43 万吨, 环比下降 3.63 万吨; 国内铝锭+铝棒库存 142.83 万吨, 环比下降 8.03 万吨。海外方面,

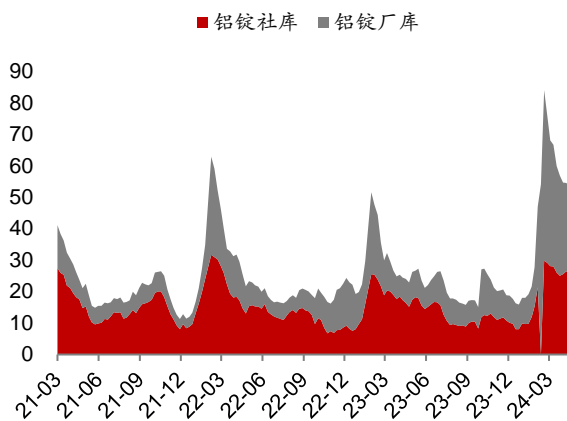
截至4月26日，LME 铝库存 49.415 万吨，环比下降 0.985 万吨。

图表 51: 国内铝锭总库存走势 (万吨)



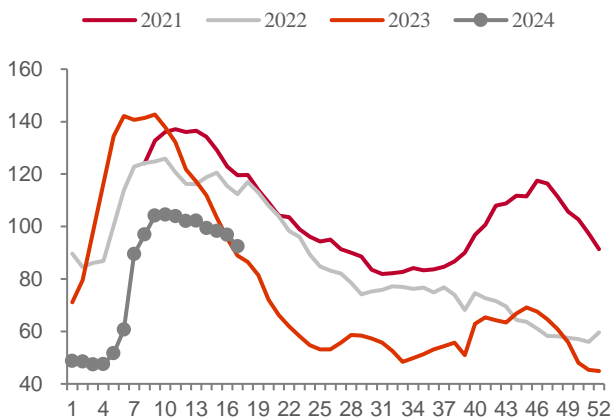
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 52: 国内铝棒总库存走势 (万吨)



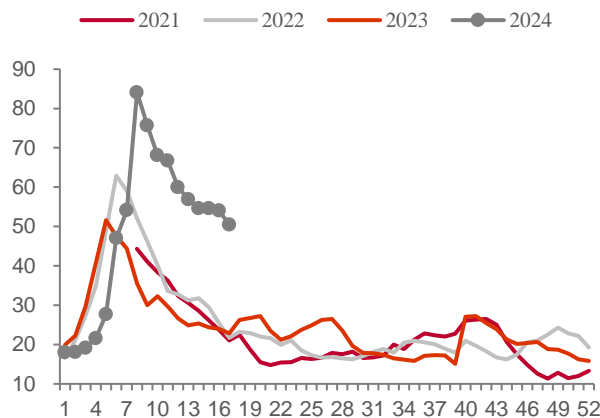
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 53: 国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)



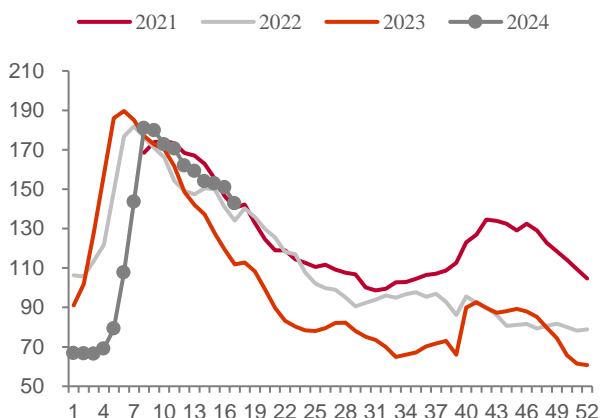
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 54: 国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



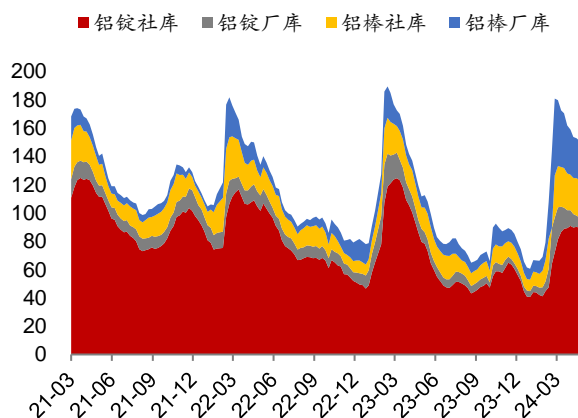
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 55: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



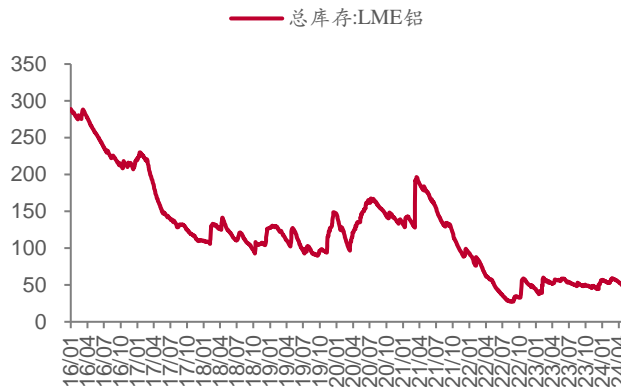
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 56: 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

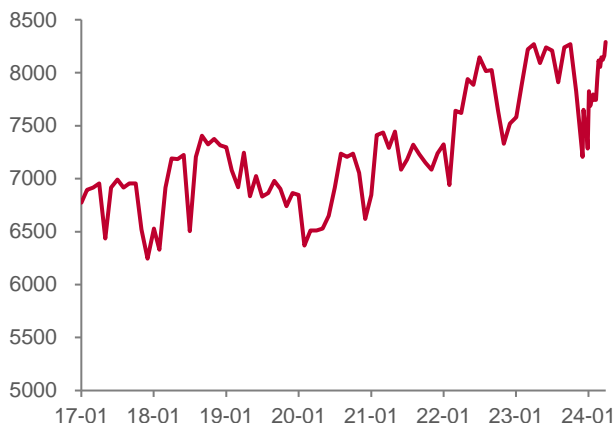
图表 57: LME 铝期货库存变动 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

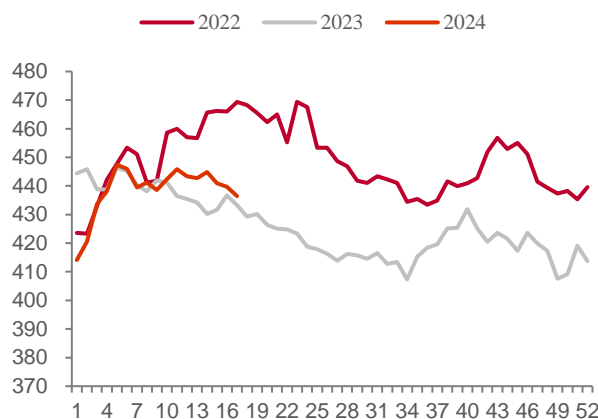
- **氧化铝紧平衡格局延续, 现货价格偏强震荡:** 2024年4月26日, 根据钢联统计, 氧化铝建成产能 10210 万吨, 环比持平; 运行产能 8290 万吨, 环比增长 130 万吨; 库存从上周 439.7 万吨减少至 436.4 万吨, 环比下降 0.75%。

图表 55: 氧化铝运行产能 (万吨)



来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 56: 氧化铝库存 (万吨)



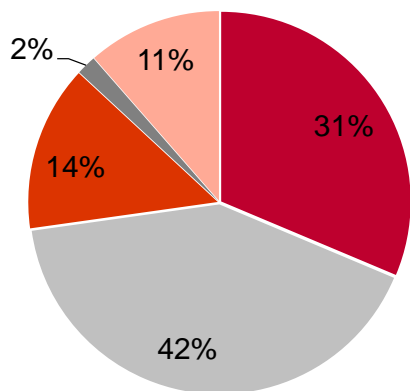
来源: 钢联, 中泰证券研究所

- **即时盈利回落。**截至 4 月 26 日, 氧化铝价格 3389 元/吨, 与上周相比环比增长 2.2%, 氧化铝成本 3015 元/吨, 环比上升 0.27%, 吨毛利 374 元/吨, 环比上升 20.94%。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 4767 元/吨, 环比下降 0.06%, 周内平均吨毛利-207 元/吨, 环比下降 1.44%; 不考虑原料库存, 预焙阳极周内平均成本 4780 元/吨, 环比上升 4.82%, 周内平均吨毛利-220 元/吨。除新疆外 100%自备火电的电解铝企业, 即时成本 16157 元/吨, 环比上升 0.21%, 长江现货铝价 20490 元/吨, 环比上升 0.69%, 吨铝盈利 2876 元, 环比上升 2.53%。具体走势如下:

图表 58: 电解铝的完全成本构成

图表 59: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)

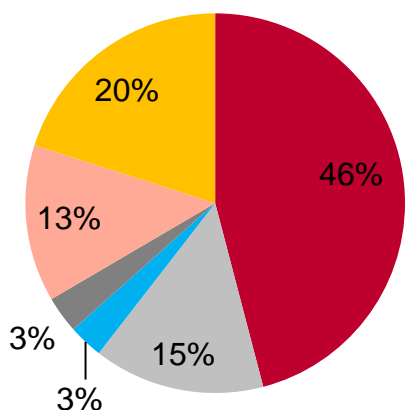
■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

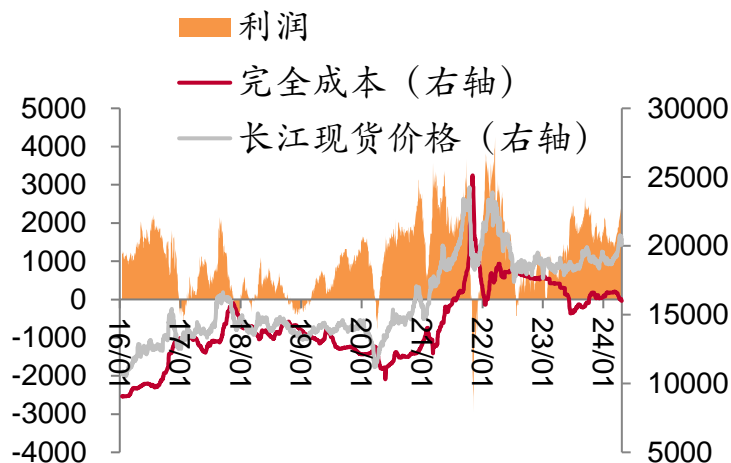
图表 60: 氧化铝生产成本构成

■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰 ■ 电力 ■ 其他能源 ■ 其他成本



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

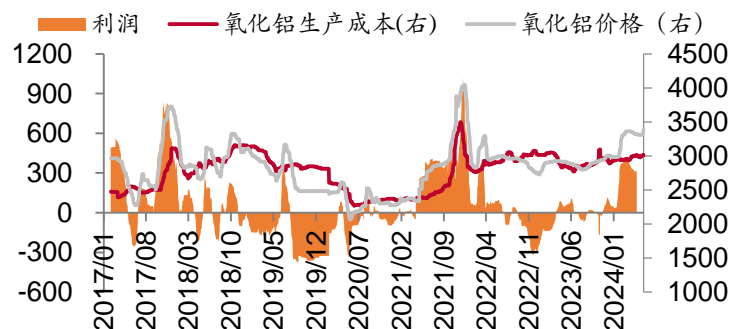
图表 62: 预焙阳极生产成本构成



来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

注: 测算对象为除新疆外 100%自备火电的电解铝企业的即时盈亏情况

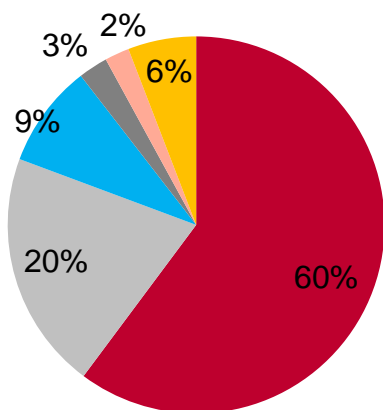
图表 61: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)



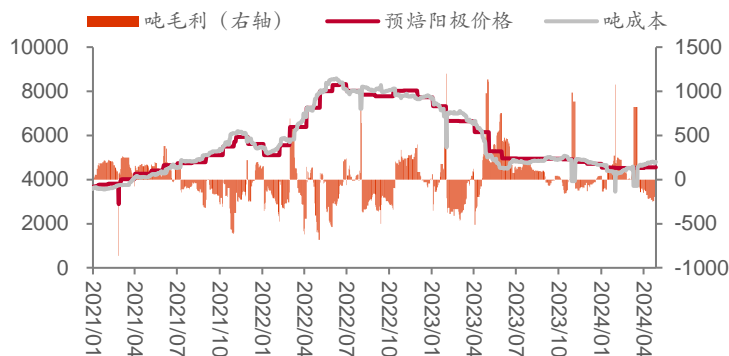
来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 63: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)

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

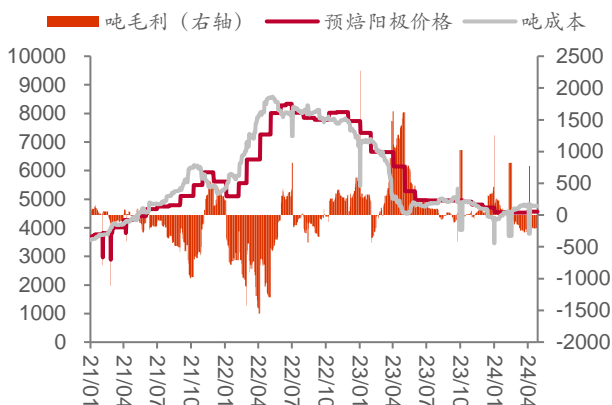


来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所



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

图表 64: 预焙阳极成本, 利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)

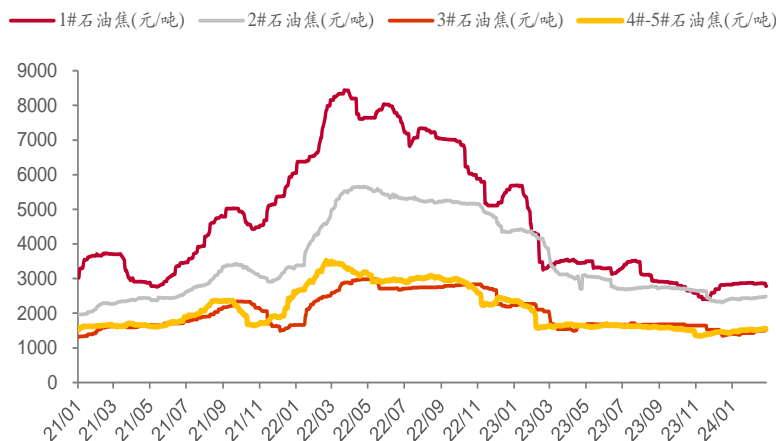


来源: SMM, 中泰证券研究所  
注: 不考虑企业原料库存影响, 采用原料现货价格

- **石油焦价格小幅回落。**截止 4 月 27 日, 1#石油焦价格为 2780 元/吨, 周环比下降 2.7%, 同比下降 60.3%。2#石油焦价格 2384 元/吨, 周环比下降 0.2%, 同比下降 57.6%。3#石油焦价格为 2241 元/吨, 周环比下降 0.5%, 同比下降 55.2%。4#-5#石油焦价格为 1537 元/吨, 周环比下降 1.1%, 同比下降 48.6%。

图表 65: 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 27 日，石油焦库存总量 501.5 万吨，同比上升 7.18%，环比上升 2.24%。

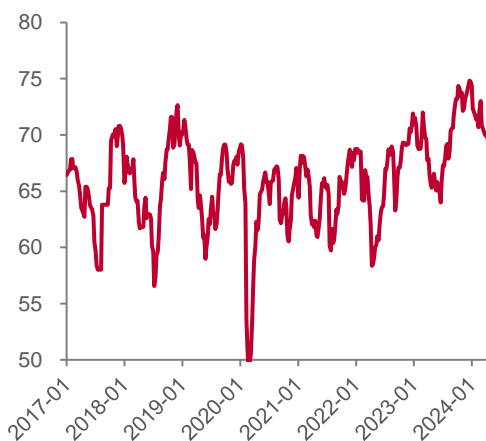
**图表 66: 石油焦库存 (万吨)**



来源: 钢联、中泰证券研究所

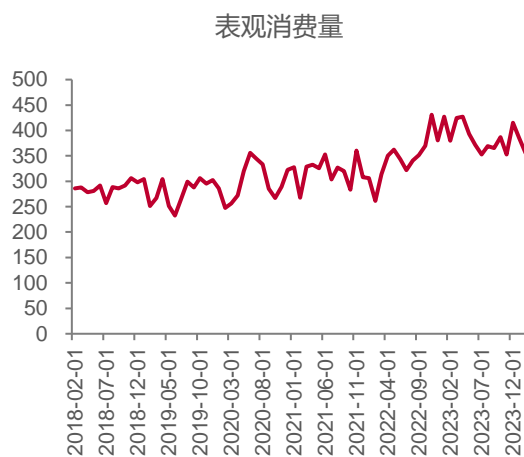
- **石油焦开工率下降。**截止 4 月 26 日，国内石油焦开工率为 67.7%，环比下降 2.35%。国内石油焦 3 月表观消费量 340.27 万吨，环比下降 4%，同比下降 20%。

**图表 67: 国内石油焦产能利用率 (%)**



来源: 钢联、中泰证券研究所

**图表 68: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)**

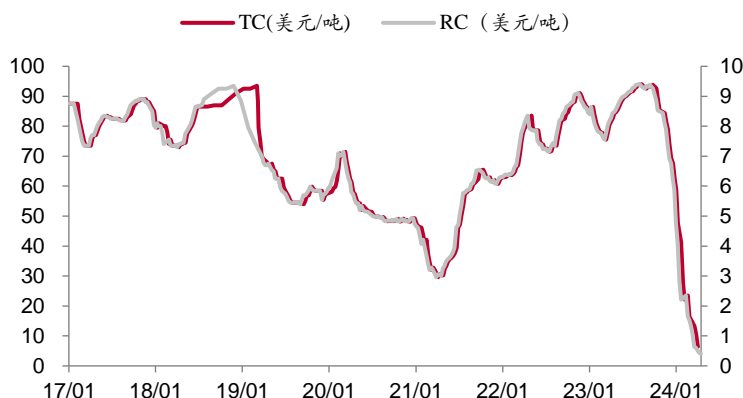


来源: 钢联、中泰证券研究所

#### 4.2 铜：电解铜社库依旧未有去化，但期铜持续强势

- 矿端紧张局势令加工费下行态势难改。4月26日SMM进口铜精矿指数（周）报4.11美元/吨，较上一期的4.23美元/吨减少0.12美元/吨。在上周智利CESCO会议上，有多家大型冶炼厂表达了减产的意向，多家冶炼厂除了安排检修外还表示要减产10%。韩国LSMnM旗下温山铜冶炼厂由于Panama铜精矿和Gresberg铜精矿供应短缺的问题导致今年被动减产4万吨电解铜。

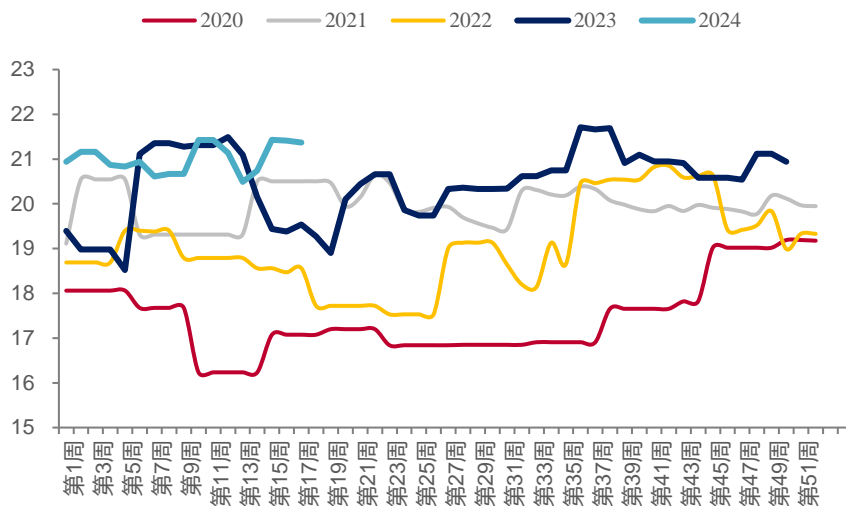
图表 69：铜矿 TC/RC



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21.37万吨，环比下降0.17%。

图表 70：电解铜周度产量（万吨）



来源：百川，中泰证券研究所

图表 71：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		

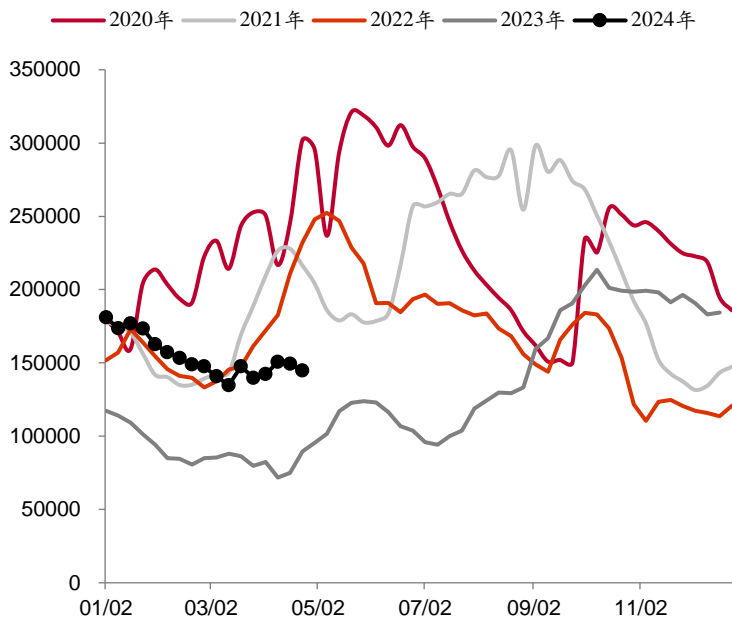
阳新弘盛铜业有限公司	40	40	2024年4月初	2024年5月初	粗炼	30天	
中原黄金冶炼厂	35	40	2024年3月20日	2024年4月25日	粗炼	35-40天	1.50
五矿铜业(湖南)有限公司	10	10	2024年3月底	2024年4月底	粗炼	30天	
营口盛海化工有限公司	10	0	2024年4月	2024年5月	粗炼	25天	
山东中金岭南铜业有限责任公司(三厂)	25	40	2024年4月	2024年5月	粗炼	30天	
恒邦股份	10	15	2024年4月	2024年5月	粗炼	30天	
铜陵有色金属集团股份有限公司金冠铜业分公司(双闪)	48	40	2024年5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	
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

- 国内仍累库，海外去库：国内社会库存方面**，截至4月26日，国内社会库存 48.24 万吨，环比上升 0.55 万吨。**海外库存（期货）方面**，截止4月26日，LME+COMEX 铜库存量 14.47 万吨，环比降低 0.47 万吨。

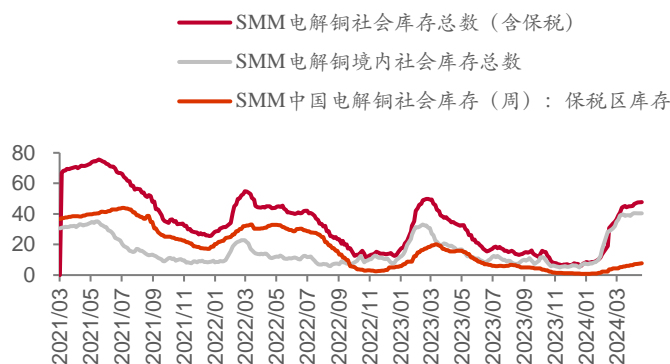
图表 72: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)

图表 73: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)



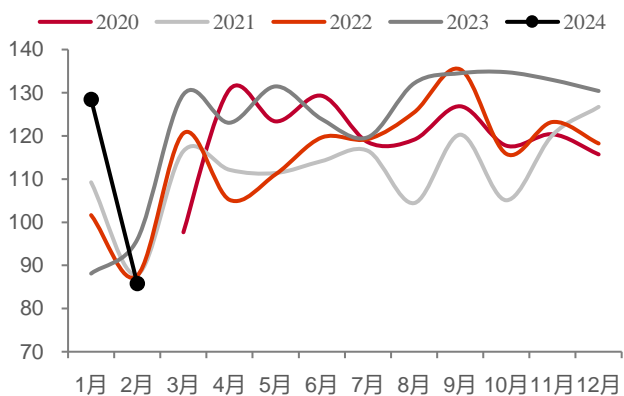
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 75：电解铜月度表观消费变动（万吨）



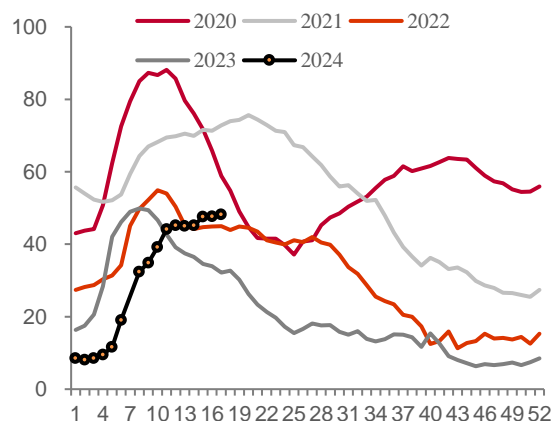
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 74：电解铜社会库存变动（万吨）



来源：SMM，中泰证券研究所

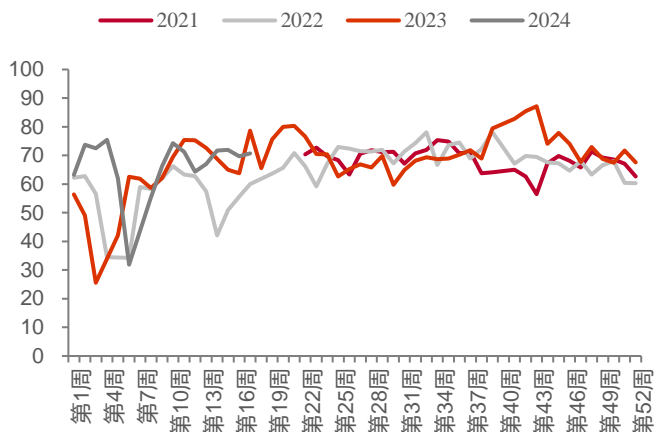
图表 75：铜精铜制杆企业周度开工率（%）



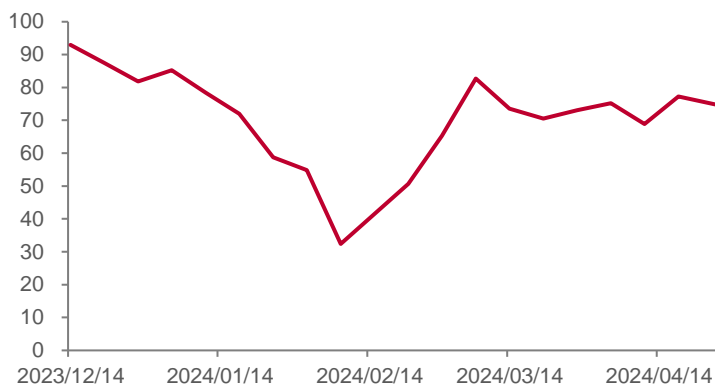
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 76：电线电缆开工率（%）

- **节前补库带动精铜杆开工率提升。**本周国内主要精铜杆企业周度开工率上升 0.93 个百分点，录得 70.68%。本周多数精铜杆企业开工率延续上周水平，继续检修或减产安排，另有大型企业开始减线生产，但华南地区多数精铜杆企业因五一有放假及检修计划，本周有备库需求产量上升，带动整体开工率出现超预期回升。



来源：SMM，中泰证券研究所

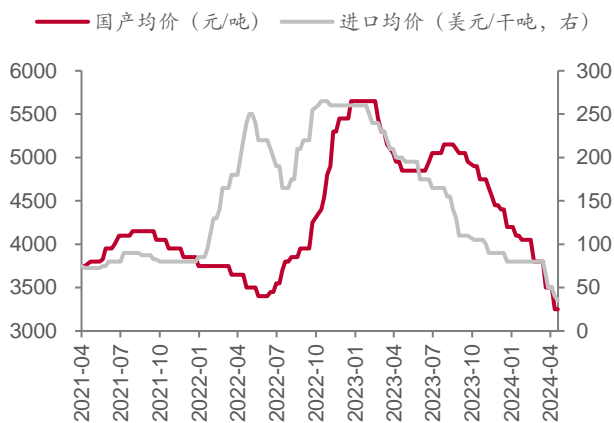


来源：SMM，中泰证券研究所

### 4.3 锌：国内外锌价重心下挫

- 本周月度加工费进入谈判阶段，整体来看锌精矿偏紧格局暂未缓解，海外进口锌精矿虽有陆续到港但多为前期订购量为主，实际可以流动量有限，同时国内矿山虽然陆续恢复但随着价格上涨冶炼厂基本恢复正常生产，对锌精矿需求量增加，后续关注5月海外锌精矿到港情况和国内矿山的恢复量。

**图表 77：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 78：国产锌精矿分地区加工费**

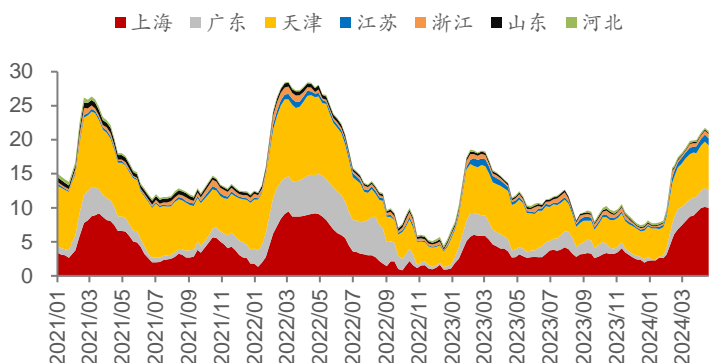
	2024/04/12	2024/04/19	2024/04/26	单位
国产(周)	3500	3250	3250	元/金属吨
进口(周)	50.0	40.0	35.0	美元/千吨
内蒙古	3600	3400	3400	元/金属吨
云南	3400	3200	3200	元/金属吨
湖南	3750	3400	3400	元/金属吨
广西	3600	3400	3400	元/金属吨
陕西	3400	3150	3150	元/金属吨
四川	3300	3100	3100	元/金属吨
甘肃	3500	3250	3250	元/金属吨

来源：SMM，中泰证券研究所

- 本周沪伦比值于7.9附近震荡运行，进口窗口持续关闭。本周沪伦比值偏弱震荡，主因海外宏观数据喜忧参半，市场情绪逐渐冷静伦锌重心下挫，而国内沪锌受外盘影响同样偏弱，同时锌价高位持续压制国内消费。下周国内消费或无明显改善，沪伦比值继续偏弱运行。
- **库存变化：**据 SMM 调研，截至本周四（4 月 25 日），SMM 七地锌锭库存总量为 21.28 万吨，较 4 月 18 日降低 0.49 万吨，较 4 月 22 日降低 0.81 万吨，国内库存录减。上海和天津地区库存小幅录减，周内上海和天津地区仓库正常到货，然临近五一下游备库提货较多，仓库库存减少；广东地区库存降低，主因部分冶炼厂检修周内仓库到货较少，下游陆续提货，整体库存录减明显。整体来看，原三地库存降低 0.57 万吨，七地

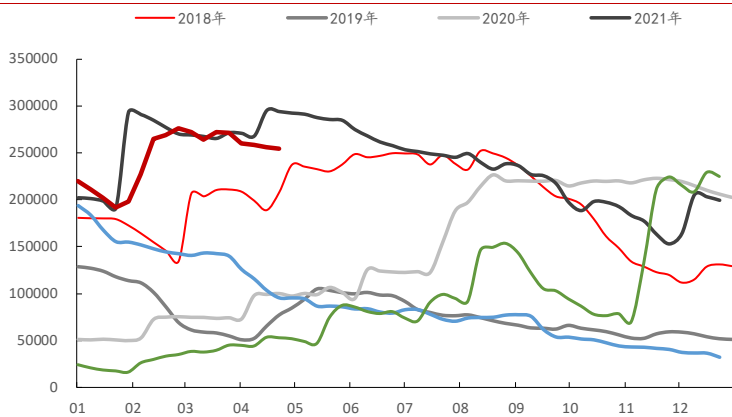
库存降低 0.81 万吨。LME 方面，本周伦锌库存有所回落，截至 4 月 26 日，伦锌库存量 254,450 吨，较上周减少 1,750 吨。

图表 79: 国内锌七地库存 (万吨)



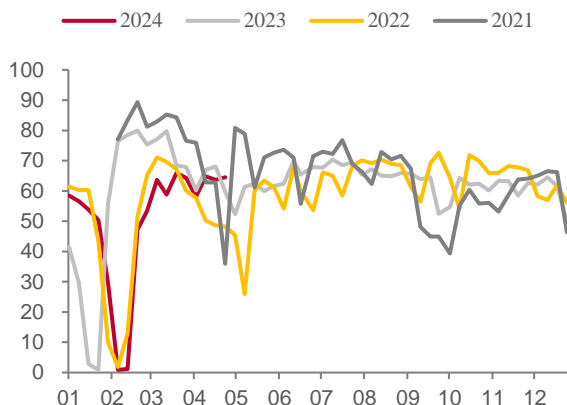
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 80: LME 锌库存变动趋势 (吨)



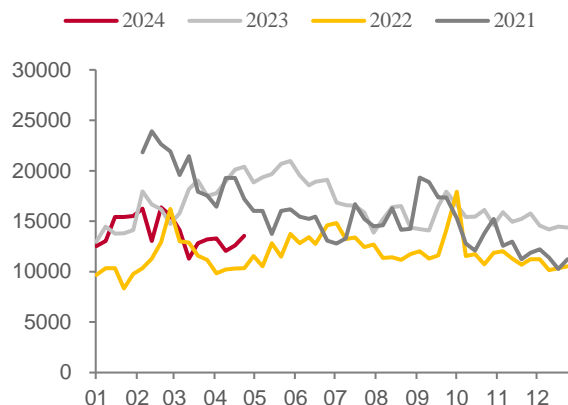
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 81: 镀锌开工率 (%)



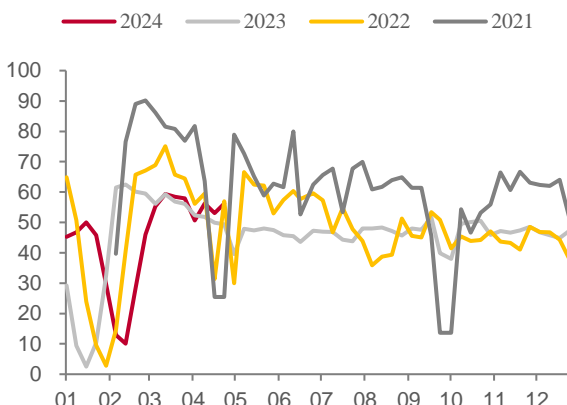
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 82: 镀锌原料库存 (吨)



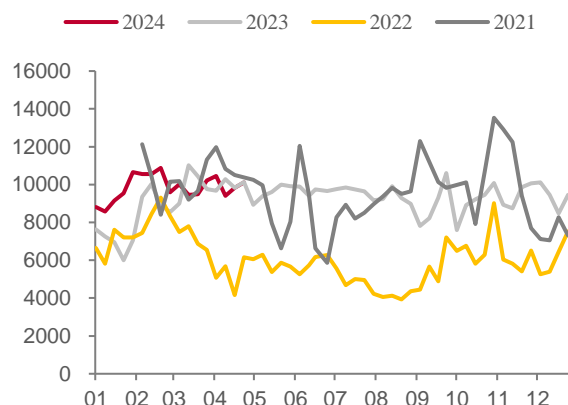
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 83: 压铸锌开工率 (%)



来源: SMM, 中泰证券研究所

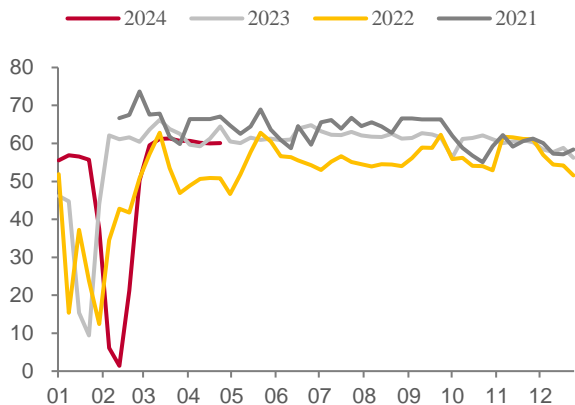
图表 84: 压铸锌原料库存 (吨)



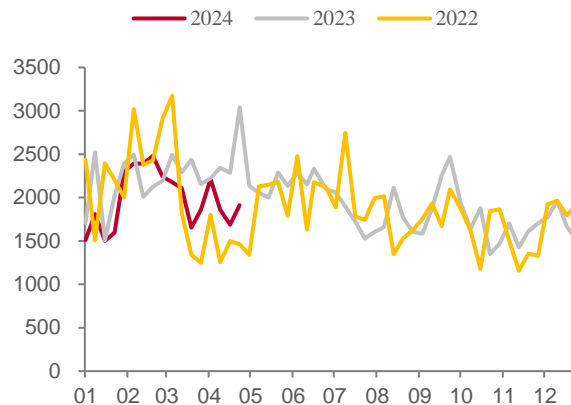
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 85: 氧化锌开工率 (%)

图表 86: 氧化锌原料库存 (吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所



来源: SMM, 中泰证券研究所

#### 4.4 钢铁: 焦企第三轮提涨, 原料支撑作用凸显

- **钢价小幅下降:** Myspic 综合钢价指数环比上周下降 0.08%, 其中长材上升 0.04%, 板材下降 0.22%。上海螺纹钢 3640 元/吨, 较上周保持不变。上海热轧卷板 3860 元/吨, 较上周不变。

**图表 87: 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	141.35	141.46	-0.08%	139.27	1.49%	146.37	-3.43%
MySpic指数:长材	158.74	158.68	0.04%	154.64	2.65%	162.47	-2.30%
MySpic指数:扁平	124.71	124.99	-0.22%	124.56	0.12%	130.97	-4.78%
上海螺纹钢	3640	3640	0.00%	3530	3.12%	3840	-5.21%
基差	-45	-35	▼ -10	31	▼ -76	121	▼ -166
广州-沈阳价差	100	170	▼ -70	210	▼ -110	180	▼ -80
上海-沈阳价差	-150	-120	▼ -30	-60	▼ -90	50	▼ -200
上海热轧板卷	3860	3860	0.00%	3780	2.12%	3980	-3.02%
基差	27	25	▼ 2	45	▼ -18	209	▼ -182
不锈钢 (201/2B卷板:2.0mm)	8900	8850	0.56%	8700	2.30%	9500	-6.32%
取向硅钢 (30Q120)	11900	11900	0.00%	11100	7.21%	18700	-36.36%
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

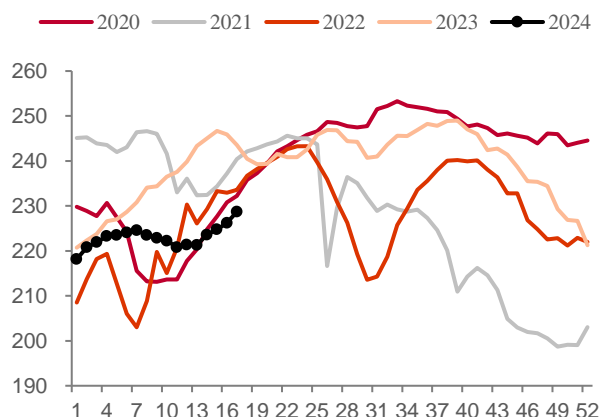
- **供应小幅上升:** 本周五大钢材品种供应 863.98 万吨, 周环比增加 3.52 万吨。
- **库存大幅下降:** 本周五大钢材总库存 1426.39 万吨, 周环比减 63.8 万吨。本周五大品种总厂库库存继续下降, 周环比下降 30.01 万吨, 其中以螺纹库存下降最甚。

**图表 88: 本周库存波动对比 (万吨)**

万吨	本周产量 2024/4/26	环比上周 2024/4/19	本周社库 2024/4/26	环比上周 2024/4/19	本周厂库 2024/4/26	环比上周 2024/4/19
螺纹	222.05	4.18	705.71	-49.15	243.13	-16.80
线材	87.41	6.52	100.26	-6.71	70.06	-10.28
热轧	315.60	-7.55	324.94	-4.95	85.05	-2.92
中板	153.55	0.77	150.66	-2.37	76.35	0.50
冷轧	85.37	-0.40	144.82	-0.62	37.87	-0.51
合计	863.98	3.52	1426.39	-63.80	512.46	-30.01

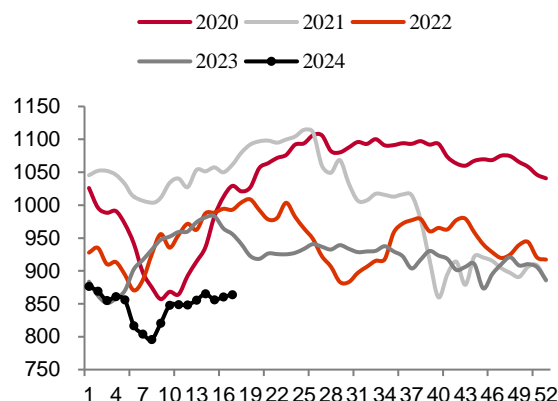
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

**图表 89: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)**



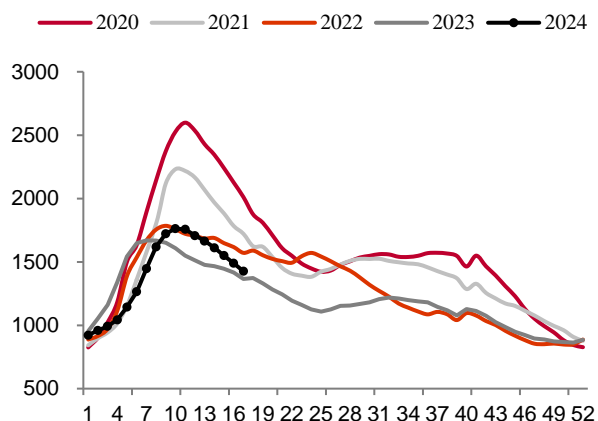
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

**图表 90: 五大品种周度产量合计 (万吨)**



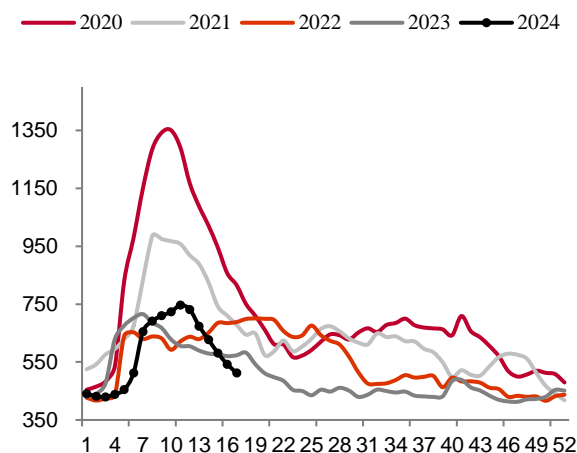
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

**图表 91: 历年五大品种社库波动 (万吨)**



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

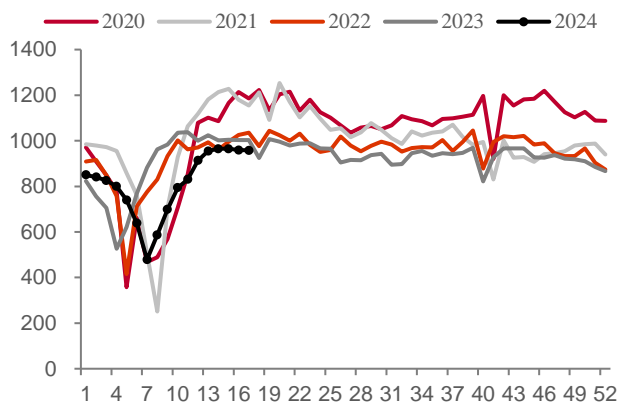
**图表 92: 历年五大品种厂库波动 (万吨)**



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

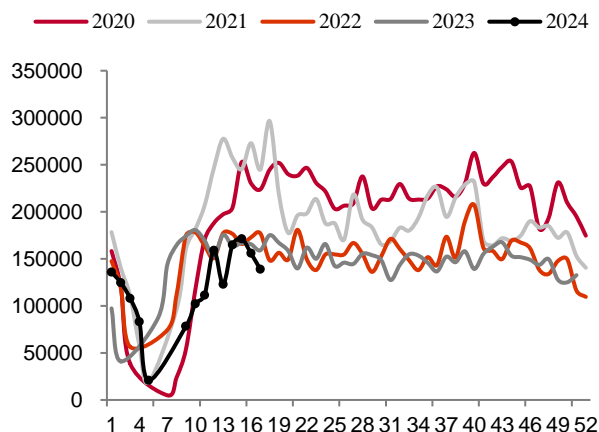
- **需求恢复:** 本周五大品种周消费量为 957.8 万吨, 增幅 0.18%; 其中建材消费环比上升 0.87%, 板材消费环比下降 0.89%。本周五大品种表观消费较上周环比进一步增加, 整体需求表现持续恢复。

**图表 93: 五大品种总表观消费量 (万吨)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 94: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)**



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

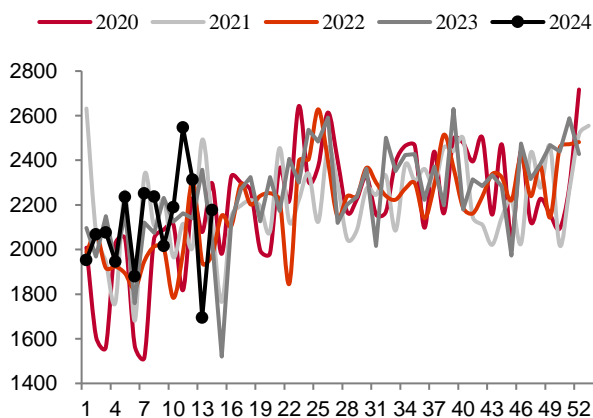


- 矿价上升:** 本周 Platts62%118.9 美元/吨, 周环比上涨 1.1 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 1635.4 万吨, 环比上升 351.8 万吨, 其中中国到港量 1150.3 万吨, 环比下降 74.9 万吨。最新钢厂进口矿库存天数 22 天, 环比上升 1 天。天津准一冶金焦 1940 元/吨, 环比增加 0.43%。废钢 2550 元/吨, 环比上升 50 元/吨。

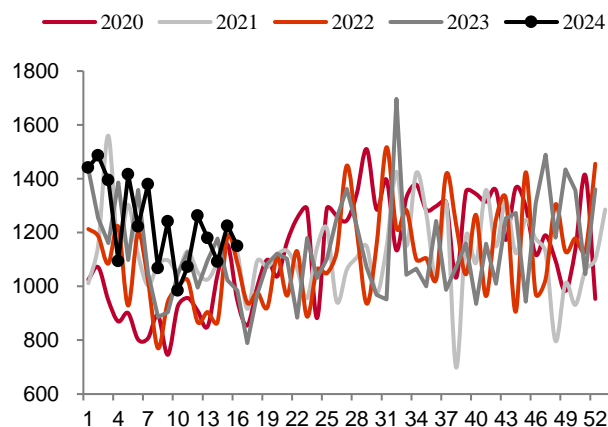
**图表 95: 钢铁主要生产要素价格一览**

品种		单位	本周价格	上周价格	周变化	上月价格	月变化	去年价格	年变化
铁矿石	Platts62%	美元/吨	118.9	117.8	1.1	108.8	10.1	107.65	11.25
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	877	884	-7	825	52	811	66
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	735	725	10	665	70	680	55
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-877	-884	7	-825	-52	-811	-66
	卡粉-超特	元/湿吨	-735	-725	-10	-665	-70	-680	-55
	PB粉-超特	元/湿吨	142	159	-17	160	-18	131	11
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	25.76	26.94	-1.18	28.3	-2.54	21.74	4.02
	西澳-青岛	美元/吨	10.35	11.78	-1.43	11.85	-1.5	8.36	1.99
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	1940	1840	100	1940	0	2490	-550
	京唐港主焦煤	元/吨	2100	2100	0	2000	100	2100	0
	张家港废钢	元/吨	2550	2500	50	2520	30	2510	40
	唐山方坯Q235	元/吨	3480	3490	-10	3400	80	3560	-80

来源: Wind, 中泰证券研究所

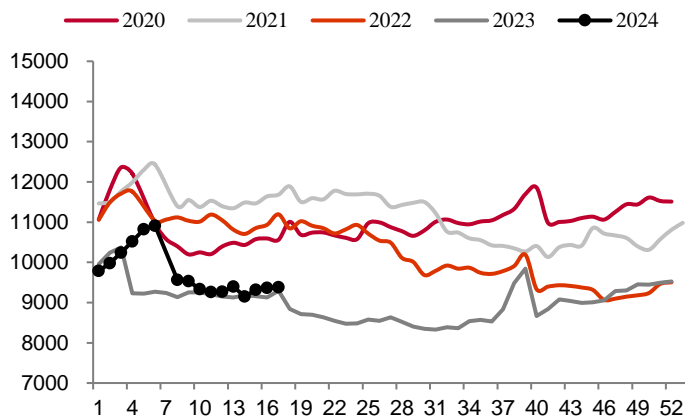
**图表 96: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

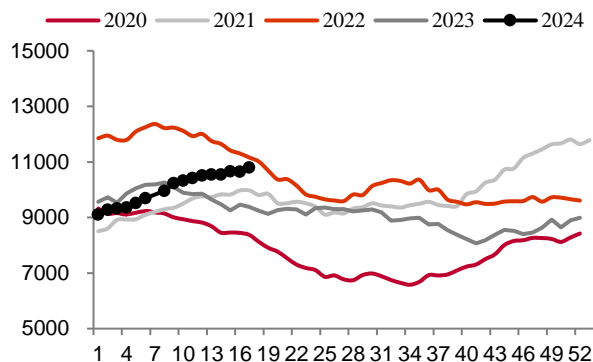
**图表 97: 中国铁矿石到港量 (万吨)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 98: 进口矿港口库存 (万吨)**
**图表 99: 进口矿钢厂库存 (万吨)**



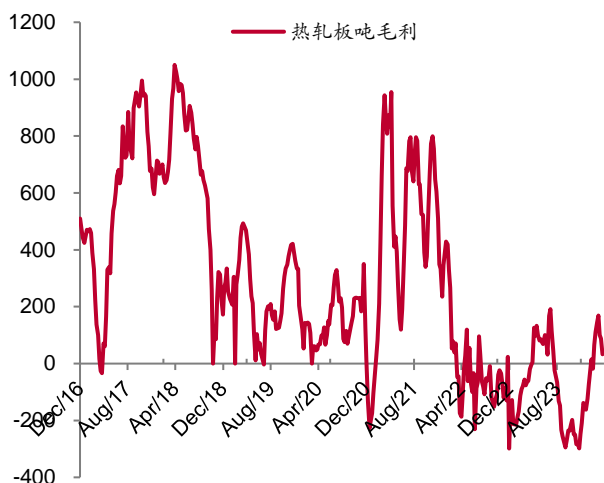
来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

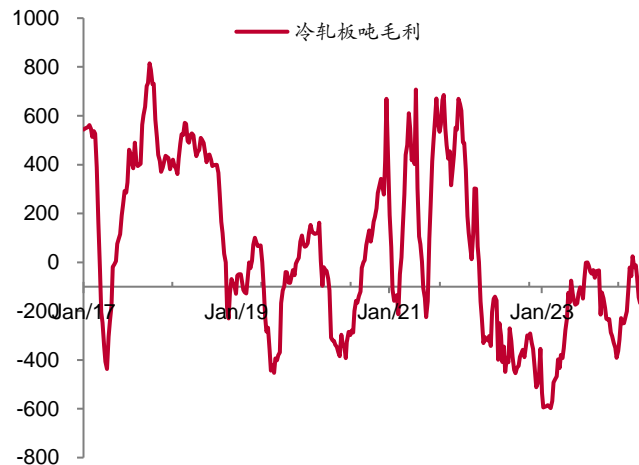
■ **吨钢盈利涨跌不一**: 热轧卷板(3mm)毛利 33 元/吨, 毛利率升高 0.96%; 冷轧板(1.0mm)毛利-237 元/吨, 毛利率降-6.19%; 螺纹钢(20mm)毛利-99 元/吨, 毛利率降-3.21%; 中厚板(20mm)毛利-162 元/吨, 毛利率降-4.83%。

图表 100: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)



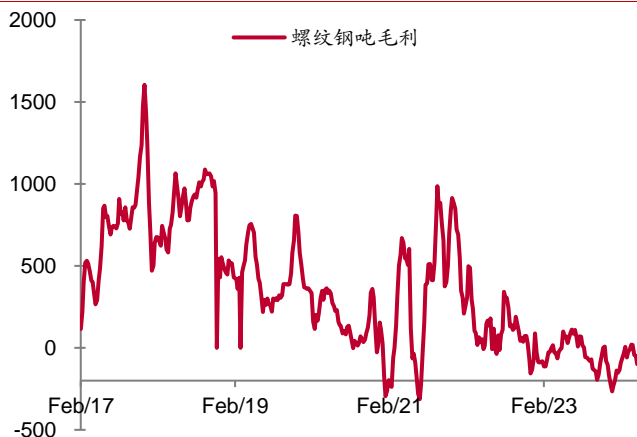
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 101: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)



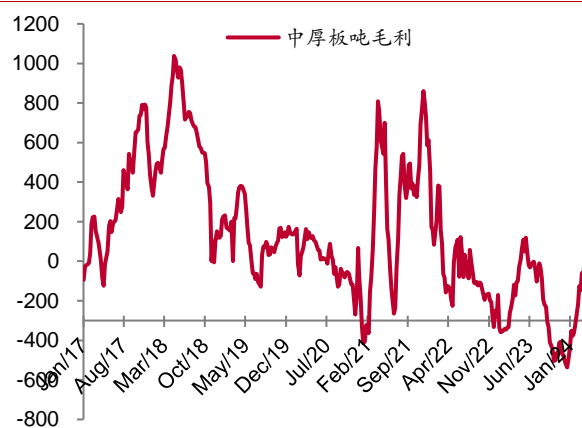
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 102: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 103: 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。