

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

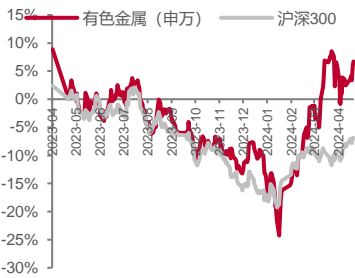
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	30,043.49
行业流通市值(亿元)	26,472.37

行业-市场走势对比



图表：周内商品价格变动

单位	本周五(5.10) 价格	周度涨跌幅
COMEX黄金	2,375.00	2.88%
SHFE黄金	561.40	2.17%
COMEX白银	28.51	6.80%
SHFE白银	7,414	5.75%
LME铜	10,040	1.27%
SHFE铜	80,970	-1.47%
LME铝	2,521	-1.20%
SHFE铝	20,725	0.73%
LME铅	2,226	0.32%
SHFE铅	18,070	4.15%
LME锡	2,945	1.27%
SHFE锡	23,720	0.87%
LME镍	32,105	0.33%
SHFE镍	268,050	3.09%
LME钴	19,060	-0.94%
SHFE钴	144,760	1.13%

来源：wind、中泰证券研究所

投资要点

- 【本周关键词】：国内经济复苏动能有待进一步提升，美国初请失业金人数超预期**
- 投资建议：趋势的延续，维持行业“增持”评级**

1) **贵金属**：本周美国初请失业金人数超预期，经济韧性边际转弱，美国十年期国债实际收益率已处于 2%左右历史高位，降息空间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**：四月全球制造业 PMI 边际走弱，但在库存周期见底背景下，全球经济复苏趋势有望延续，在供给瓶颈下，基本金属终将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 1.3%、-1.2%、0.3%、1.3%、0.3%、-0.9%，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为-1.5%、0.7%、4.1%、0.9%、3.1%、1.1%；2) COMEX 黄金收于 2375.00 美元/盎司，环比上涨 2.88%，SHFE 黄金收于 561.40 元/克，环比上涨 2.17%；3) **本周有色行业指数跑赢市场**，申万有色金属指数收于 4,845.34 点，环比上涨 4.17%，跑赢上证综指 2.57 个百分点，贵金属、小金属、工业金属、金属新材料、能源金属的涨跌幅分别为 6.49%、4.27%、4.13%、3.23%、2.88%。
- 宏观“三因素”总结：整体景气度略有降温，但仍处于复苏通道。具体来看：**

1) **国内复苏动能有待进一步提升**：4 月 CPI 同比 0.3%（前值 0.1%，预期 0.2%），PPI 同比-2.5%（预期-2.33%）；4 月 M0 同比 10.8%（前值 11.0%），M1 同比-1.4%（前值 1.1%），M2 同比 7.2%（前值 8.3%，预期 8.29%）；4 月社融规模当月值-1,987 亿元（前值 48,725 亿元），社融规模存量同比 8.3%（前值 8.7%，预期 8.68%）。

2) **美国 4 月失业率超预期**：4 月 ISM 制造业 PMI 为 49.2（前值 50.3，预期 50.1），ISM 非制造业 PMI 为 49.4（前值 51.4，预期 52.0）；5 月密歇根消费者情绪指数初值为 67.4（前值 77.2）；4 月失业率 3.9%（前值 3.8%，预期 3.8%），4 月新增非农就业人数为 17.5 万人（前值 31.5 万人，预期 24.3 万人）。

3) **欧元区 4 月制造业 PMI 回落**：4 月欧元区制造业 PMI 45.7（前值 46.1，预期 45.6），服务业 PMI 53.3（前值 51.5，预期 52.9）；3 月欧元区 PPI 同比-7.8%（前值-8.5%）；3 月欧元区失业率季调 6.5%（前值 6.5%）。

4) **4 月全球制造业景气度回落**：4 月全球制造业 PMI 为 50.3，环比下降 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：美联储 9 月降息预期升温，金价上涨**

周内，十年期美债实际收益率 2.16%，环比+0.01pcts，实际收益率模型计算的残差为 1599.0 美元/盎司，环比+60.1 美元/盎司；美联储 5 月议息会议维持利率政策不变，符合市场预期；而 4 月美国经济数据有所回落，ISM 制造业与服务业 PMI 均有所回落且不及预期，劳动力市场方面，4 月失业率数据超预期，非农就业数据回落且不及预期，市场对美联储年内降息的预期有所升温，贵金属价格有所上涨。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，国内多地全面取消房地产限购政策，房地产支持政策再起，在弱复苏背景下四月全球制造业 PMI 边际走弱，但美联储降息预期升温，基本金属价格涨跌互现。

1、对于电解铝，供需紧平衡及成本上涨助推铝价偏强。

供应方面，云南地区电解铝企业继续释放复产产能，剩余产能有望在 6 月份陆续复产。截至目前，本周电解铝行业开工产能 4279.10 万吨，较上周增加 23 万吨。库存方面，4 月份国内铸锭量偏低，铝锭持续去库。铝棒因假期到货密

集，有所累库，但整体铝元素库存仍处于下行通道。需求方面，周内国内铝下游加工企业开工较节前持稳向好，其中北方型材企业反馈建材、门窗订单有增量，光伏方面订单相对稳定。铝板带箔行业整体也处于需求良好阶段，铝价外强内弱，刺激国内铝材出口增量。成本方面，目前电解铝 90 分位成本 17810 元/吨。

- 1) 氧化铝价格 3677 元/吨，与上周相比环比增长 6.64%，氧化铝成本 3029 元/吨，环比增长 0.5%，吨毛利 648 元/吨，环比上升 49.27%。
- 2) 预焙阳极方面，周内均价 4643 元/吨，环比增加 83 元/吨；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4607 元/吨，周内平均吨毛利-158.79 元/吨，环比下降 0.35%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4723 元/吨，环比上升 14.32%，周内平均吨毛利-81 元/吨。
- 3) 除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 17152 元/吨，环比上升 6.16%，长江现货铝价 20600 元/吨，环比上升 0.54%，吨铝盈利 2288 元，环比下降 20.42%。

总结来看，国内支持地产与刺激消费依旧是主旋律，国内供需矛盾不突出，铝锭库存历史低位与终端需求韧性依旧支撑铝价，而成本方面近期快速上涨也一定程度上助推铝价，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，5 月 10 日 SMM 进口铜精矿指数（周）报-1.43 美元/吨，较上一期的 2.07 美元/吨减少 3.5 美元/吨。库存方面，截至 5 月 9 日，国内社会库存 48.34 万吨，环比上升 1.78 万吨。海外库存（期货）方面，截止 4 月 26 日，LME+COMEX 铜库存量 12.30 万吨，环比降低 0.98 万吨。需求方面，节后订单逐步复苏，在周内铜价回调时下游采购情绪有一定恢复。

总结来看，节后沪铜社库累积，国内现实需求偏弱，但终端板块整体消费展望在未来也并不十分悲观，加之矿端紧张并未出现明显缓解，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，国内外乐观情绪延续，锌价高位震荡。

周内，美国经济数据不及预期，对锌价有所提振；国内地产利好信号频出，万亿国债推进落地提振基建预期，锌价高位震荡。供给方面，百川统计国内锌锭周度产量为 10.79 万吨，环比+0.52%；需求方面，节后下游复产陆续提货补库，但整体下游需求未见明显改善，锌价高位仍压制下游采买情绪。库存方面，七地锌锭库存 21.29 万吨，较节前累库 0.13 万吨。

4、对于钢铁，地产利好政策持续发力 黑色价格窄幅震荡。

本周黑色系价格涨跌互现。周初铁矿石价格在宏观经济数据释放的利好情绪下呈现上涨走势，4 月财新综合 PMI 上升 0.1 个百分点至 52.8，创 2023 年 6 月以来新高，显示整体企业生产经营活动加快扩张步伐，宏观利好情绪释放。而后随着市场乐观情绪有所消退，黑色价格震荡偏弱运行。短期房地产和基建对建材需求的带动仍然偏弱，下游需求释放速度或将持续偏缓。

对于下周，供应方面，焦炭五轮提涨落地后，钢厂利润进一步收窄，钢厂提产意愿受限；需求方面，目前终端采购计划有限，新项目开工不足，需求短期难有明显增量；库存方面，当前库存消化速度放缓，不过同比来看，仍处于相对低位；心态方面，贸易商前期主动去库，降低压力，现有货权有限，叠加部分地区有规格短缺存在，心态尚可。综合来看，预计下周国内钢价或将盘整运行。

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

内容目录

1.行情回顾.....	- 7 -
1.1 股市行情回顾：美股、A股整体回升，有色板块涨幅居前.....	- 7 -
1.2 贵金属：美联储9月降息预期升温，金价上涨.....	- 8 -
1.3 大宗金属：基本金属价格涨跌互现.....	- 8 -
2.宏观“三因素”运行跟踪：弱复苏延续.....	- 9 -
2.1 中国因素：经济复苏动能有待进一步提升.....	- 9 -
2.2 美国因素：就业数据边际转弱.....	- 10 -
2.3 欧洲因素：一季度GDP初值超预期.....	- 12 -
2.4 全球因素：四月份全球制造业PMI回落.....	- 12 -
3.贵金属：大周期上行趋势不变.....	- 13 -
3.1 美国经济数据降温，贵金属价格回归强势.....	- 13 -
3.2 黄金ETF持仓环比减少，中国央行继续增持.....	- 15 -
3.3 金银比延续修复趋势.....	- 16 -
4.大宗金属：供需紧平衡依旧.....	- 18 -
4.1 铝：供需紧平衡及成本上涨助推铝价偏强.....	- 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：国内外乐观情绪延续，锌价高位震荡.....	- 28 -
4.4 钢铁：地产利好政策持续发力 黑色价格窄幅震荡.....	- 30 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 34 -
6.风险提示.....	- 34 -

图表目录

图表 1: 申万一级行业与上证综指周涨跌幅.....	- 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: 国内社融数据变化情况.....	- 9 -
图表 9: 国内 CPI 当月同比 (%)	- 9 -
图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆)	- 9 -
图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	- 9 -
图表 12: 国内石油沥青装置开工率 (%)	- 10 -
图表 13: 国内高炉开工率 (%)	- 10 -
图表 14: 美国:Markit 制造业 PMI:季调.....	- 10 -
图表 15: 国内出口金额当月同比 (%)	- 10 -
图表 16: 美国 ISM 制造业与非制造业 PMI	- 11 -
图表 17: 美国 ISM PMI 分项.....	- 11 -
图表 18: 美国失业率季调 (%)	- 11 -
图表 19: 美国新增非农就业人数 (千人)	- 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: 欧元区失业率季调 (%)	- 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)	- 19 -
图表 46: 国内电解铝月度表观需求 (万吨)	- 19 -
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 -

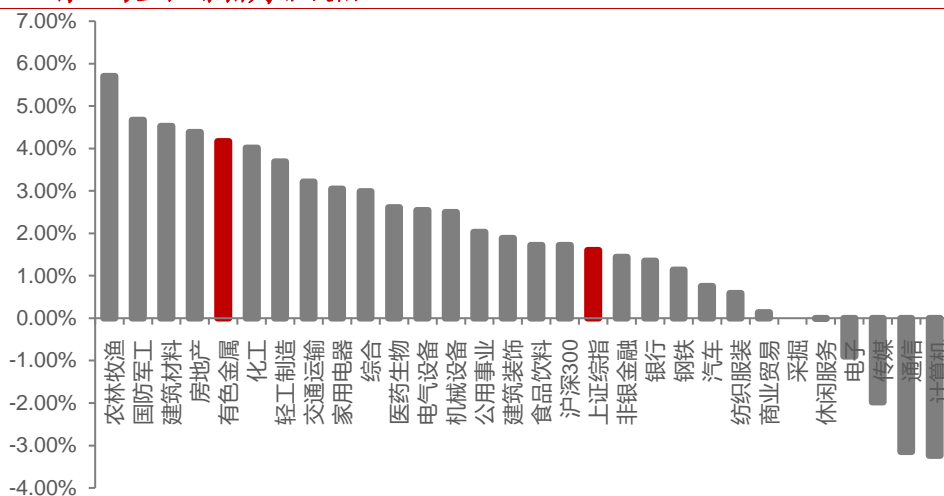
图表 69: 铜矿 TC/RC	- 26 -
图表 70: 电解铜周度产量 (万吨)	- 26 -
图表 71: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	- 26 -
图表 72: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	- 27 -
图表 73: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)	- 27 -
图表 74: 电解铜社会库存变动 (万吨)	- 28 -
图表 75: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	- 28 -
图表 76: 电线电缆开工率 (%)	- 28 -
图表 77: 国产及进口锌精矿加工费对比	- 28 -
图表 78: 国产锌精矿分地区加工费	- 28 -
图表 79: 国内锌七地库存 (万吨)	- 29 -
图表 80: LME 锌库存变动趋势 (吨)	- 29 -
图表 81: 镀锌开工率 (%)	- 29 -
图表 82: 镀锌原料库存 (吨)	- 29 -
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)	- 31 -
图表 90: 五大品种周度产量合计 (万吨)	- 31 -
图表 91: 历年五大品种社库波动 (万吨)	- 31 -
图表 92: 历年五大品种厂库波动 (万吨)	- 31 -
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	- 32 -
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，有色板块涨幅居前

- 周内，美股三大指数整体回升（道指↑2.16%，纳斯达克↑1.14%，标普↑1.85%）。
- 本周A股整体回升：上证指数收于3,154.55点，环比上涨1.60%；深证成指收于9,731.24点，环比上涨1.50%；沪深300收于3,666.28点，环比上涨1.72%；申万有色金属指数收于4,845.34点，环比上涨4.17%，跑赢上证综指2.57个百分点。

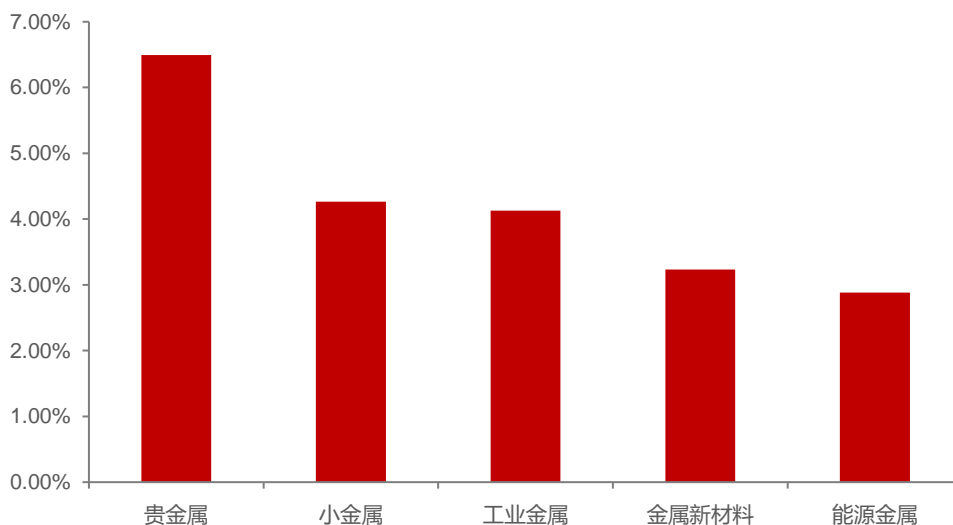
图表1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，贵金属、小金属、工业金属、金属新材料、能源金属的涨跌幅分别为6.49%、4.27%、4.13%、3.23%、2.88%。

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	2024.05.10 收盘价	2024.04.30 收盘价	周涨跌幅
002125.SZ	湘潭电化	14.70	11.35	29.5%
601069.SH	西部黄金	15.00	12.39	21.1%
688456.SH	有研新材	34.79	29.50	17.9%
000603.SZ	盛达资源	14.58	12.70	14.8%
603612.SH	索通发展	16.08	14.02	14.7%
603876.SH	鼎胜新材	11.84	10.42	13.6%
000657.SZ	中钨高新	12.27	10.80	13.6%
300618.SZ	寒锐钴业	32.42	28.56	13.5%
605376.SH	博迁新材	25.40	22.57	12.5%
300127.SZ	银河磁体	17.70	15.77	12.2%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 周内有色金属领跌个股

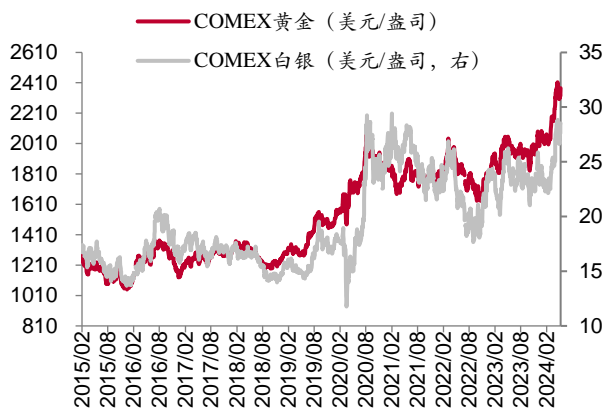
证券代码	证券名称	2024.05.10 收盘价	2024.04.30 收盘价	周涨跌幅
002645.SZ	华宏科技	9.89	10.74	-7.9%
300811.SZ	铂科新材	53.89	56.32	-4.3%
600490.SH	鹏欣资源	3.65	3.79	-3.7%
601137.SH	博威合金	17.98	18.36	-2.1%
601168.SH	西部矿业	19.74	20.10	-1.8%
002806.SZ	华锋股份	8.93	9.07	-1.5%
300328.SZ	宜安科技	5.16	5.24	-1.5%
002203.SZ	海亮股份	9.10	9.23	-1.4%
002756.SZ	永兴材料	46.92	47.58	-1.4%
002182.SZ	云海金属	18.29	18.51	-1.2%

来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 美联储 9 月降息预期升温, 金价上涨

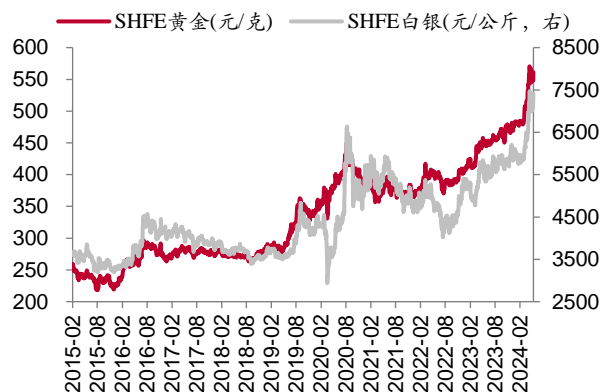
- 4 月美国经济数据有所回落, ISM 制造业与服务业 PMI 均有所回落且不及预期, 劳动力市场方面, 4 月失业率数据超预期走高, 新增非农就业数据回落且不及预期, 市场对美联储年内降息的预期升温, 支撑贵金属价格上涨。截至 5 月 10 日, COMEX 黄金收于 2375.00 美元/盎司, 环比上涨 2.88%; COMEX 白银收于 28.51 美元/盎司, 环比上涨 6.80%; SHFE 黄金收于 561.40 元/克, 环比上涨 2.17%; SHFE 白银收于 7414 元/千克, 环比上涨 5.75%。

图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

1.3 大宗金属: 基本金属价格涨跌互现

- 周内, 美国 4 月 ISM 制造业与服务业 PMI 超预期回落, 失业率超预期回升, 市场对美联储 9 月首次降息预期升温; 国内多地全面取消房地产限购政策, 房地产支持政策再起, 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 1.3%、-1.2%、0.3%、1.3%、0.3%、-0.9%。

图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅

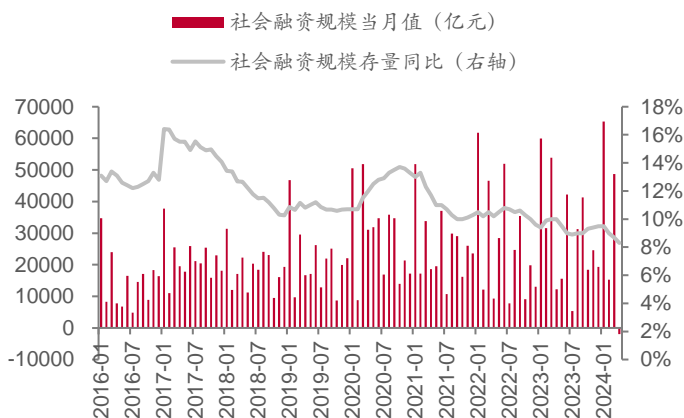
	交易所	最新价格	2020.1.23价格	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅	2020.1.23至今涨跌幅	2010年至今价格分位数
铜	LME	10040	6082	1.3%	2.9%	65.1%	83.8%
	SHFE	80970	48020	-1.5%	15.0%	68.6%	
铝	LME	2521	1794	-1.2%	-10.4%	40.5%	74.7%
	SHFE	20725	14100	0.7%	1.7%	47.0%	
铅	LME	2226	1988	0.3%	-2.8%	11.9%	63.3%
	SHFE	18070	14850	4.1%	18.1%	21.7%	
锌	LME	2945	2373	1.3%	-16.7%	24.1%	82.1%
	SHFE	23720	18160	0.9%	-1.7%	30.6%	
锡	LME	32105	17200	0.3%	-17.6%	86.7%	95.2%
	SHFE	268050	137340	3.1%	-9.5%	95.2%	
镍	LME	19060	13375	-0.9%	-7.9%	42.5%	55.2%
	SHFE	144760	105850	1.1%	-4.8%	36.8%	

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。

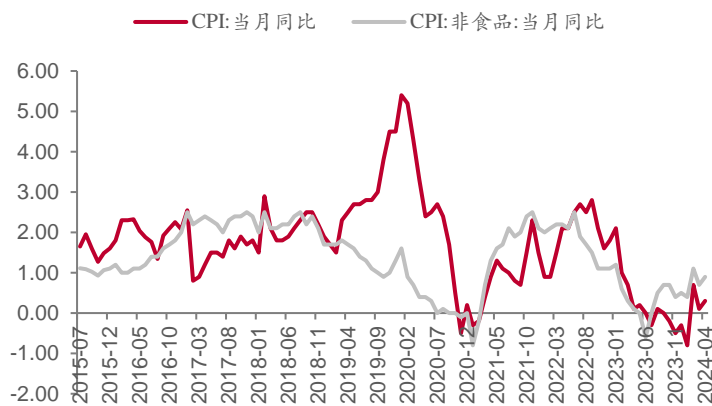
2.宏观“三因素”运行跟踪: 弱复苏延续

2.1 中国因素: 经济复苏动能有待进一步提升

- 国内 4 月社融低于预期。4 月 CPI 同比为 0.3% (前值 0.1%, 预期 0.2%), PPI 同比-2.5% (前值-2.8%, 预期-2.33%); 4 月 M0 同比 10.8% (前值 11.0%), M1 同比为-1.4% (前值 1.1%), M2 同比为 7.2% (前值 8.3%, 预期 8.29%); 4 月社融规模当月值-1,987 亿元 (前值 48,725 亿元), 社融规模存量同比 8.3% (前值 8.7%, 预期 8.68%)。

图表 8: 国内社融数据变化情况


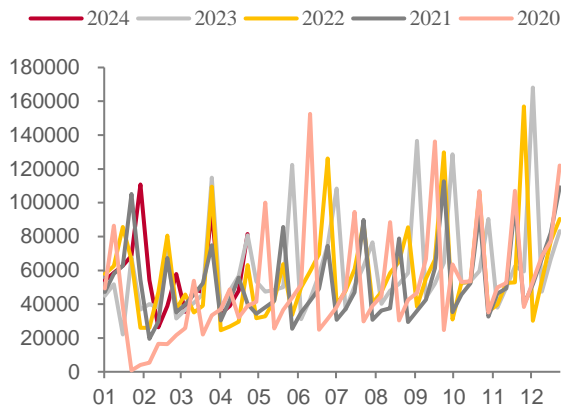
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 国内 CPI 当月同比 (%)


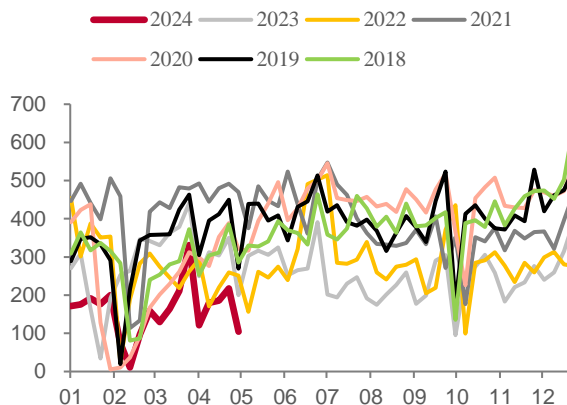
来源: Wind, 中泰证券研究所

- 国内高频数据跟踪: 汽车消费回升、地产数据弱势、出口超预期
 消费端: 汽车消费回升, 周内乘用车日均销量 81,568 辆, 环比 +69.82%; 投资端: 地产数据保持弱势, 本周国内 30 大中城市商品房成交面积 104.75 万平方米, 环比-51.95%; 生产端: 石油沥青开工率为 27.00%, 环比+3.40pcts, 高炉开工率为 81.52%, 环比+0.90pcts; 出口端: 美国 4 月 Markit 制造业 PMI 为 50.0, 环比-1.9, 4 月国内出口金额当月同比 1.5% (前值-7.5%, 预期 0.4%), 出口景气度略有回升。

图表 10: 国内乘用车日均销量 (辆)
图表 11: 国内 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)

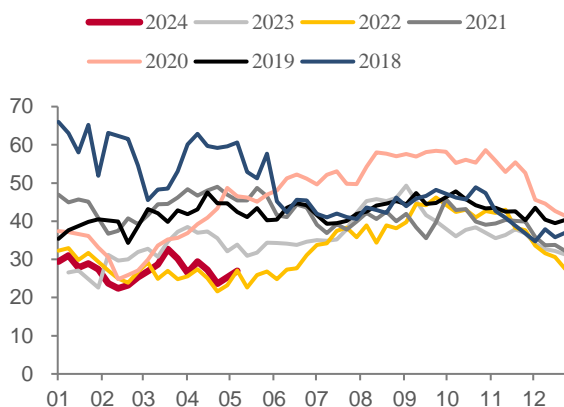


来源: Wind, 中泰证券研究所



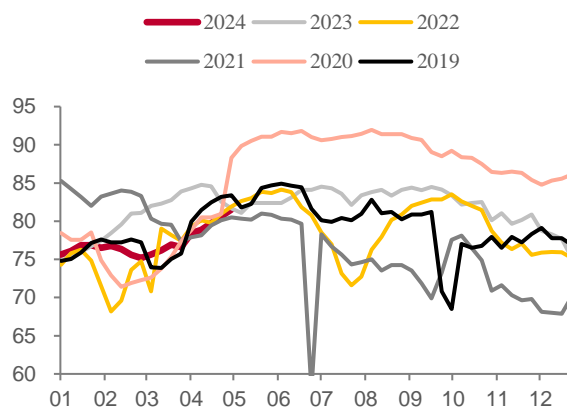
来源: Wind, 中泰证券研究所

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 (%)



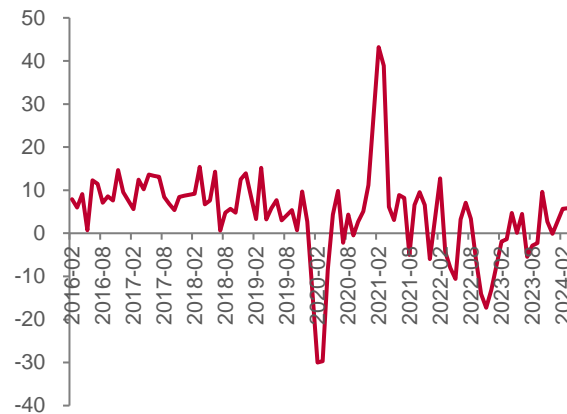
来源: Wind, 中泰证券研究所

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: 就业数据边际转弱

- 美国 4 月 ISM PMI 超预期回落。本周披露美国 4 月 ISM 制造业 PMI 为

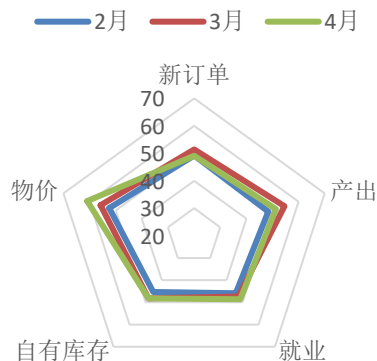
49.2（前值 50.3，预期 50.1），ISM 非制造业 PMI 为 49.4（前值 51.4，预期 52.0）；4 月 Markit 制造业 PMI 为 50.0（前值 51.9，预期 49.9），服务业 PMI 为 51.3（前值 51.7，预期 50.9）；3 月耐用品新增订单季调环比为 2.0%（前值 1.28%，预期 2.5%）；5 月密歇根消费者情绪指数初值为 67.4（前值 77.2）。

图表 16：美国 ISM 制造业与非制造业 PMI



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 17：美国 ISM PMI 分项



来源：Wind，中泰证券研究所

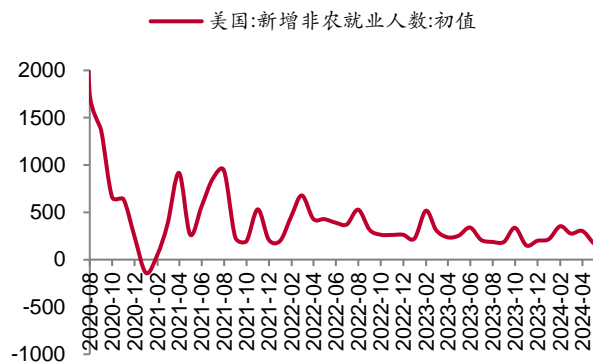
- **美国 4 月失业率超预期回升，非农就业人数超预期回落。**本周披露 4 月失业率季调为 3.9%（前值 3.8%，预期 3.8%），4 月新增非农就业人数为 17.5 万人（前值 31.5 万人，预期 24.3 万人）。

图表 18：美国失业率季调 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 19：美国新增非农就业人数 (千人)



来源：Wind，中泰证券研究所

- **5 月美联储维持利率政策不变。**FOMC 声明显示，美联储将从 6 月开始将美债减持速度从每月 600 亿美元降至 250 亿美元。此外，美联储主席鲍威尔表示，虽然通胀过去一年内已经显著放缓，但仍然高于 2% 的目标；打击通胀缺乏进一步的进展，2024 年迄今的美国通胀数据一直都高于预期；降息的时间节点取决于数据，FOMC 将逐次会议作出决定，但下一步行动不太可能是加息；如果劳动力市场出乎意料地疲软，那将保障 FOMC 降息。

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	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	96.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	24.6%	74.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	12.2%	48.6%	38.8%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.5%	25.0%	45.2%	25.2%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	2.4%	14.9%	35.3%	35.0%	12.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	1.0%	7.7%	23.5%	35.1%	25.5%	7.2%
2025/3/19	0.0%	0.5%	4.3%	15.4%	29.2%	30.4%	16.6%	3.7%
2025/4/30	0.2%	1.9%	8.4%	20.5%	29.6%	25.3%	11.8%	2.3%

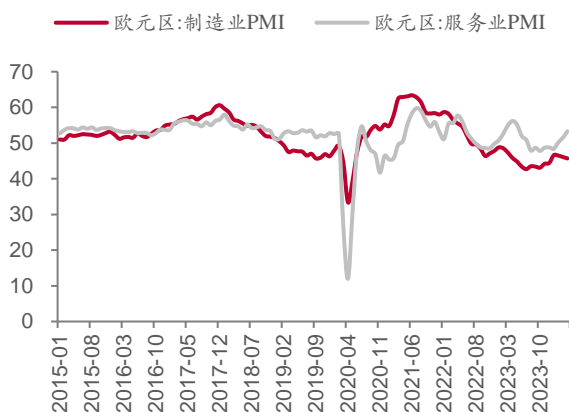
来源：CME，中泰证券研究所，注：截至 2024 年 05 月 11 日



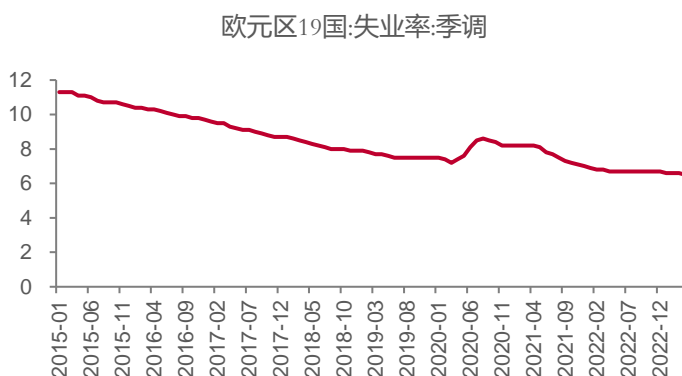
来源：Wind，中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：一季度 GDP 初值超预期

- 欧元区 4 月制造业 PMI 回落，服务业 PMI 回升。本周披露欧元区 Q1 实际 GDP 初值季调同比为 0.4%（前值 0.1%，预期 0.2%），环比为 0.3%（前值-0.1%，预期 0.1%）；4 月欧元区制造业 PMI 为 45.7（前值 46.1，预期 45.6），服务业 PMI 为 53.3（前值 51.5，预期 52.9）；3 月欧元区 PPI 同比为-7.8%（前值-8.5%），环比为-0.4%（前值-1.1%，预期-0.4%）；3 月欧元区失业率季调为 6.5%（前值 6.5%）。

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：欧元区失业率季调 (%)


来源：Wind，中泰证券研究所

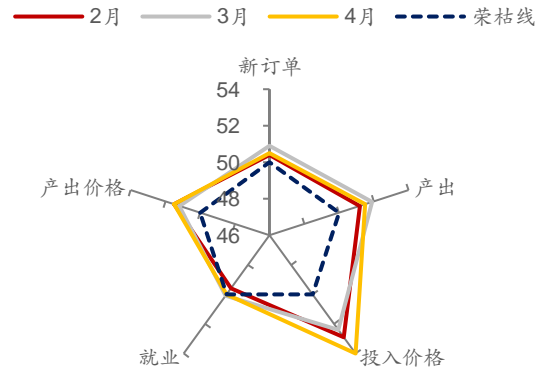
2.4 全球因素：四月份全球制造业 PMI 回落

- 全球 4 月制造业景气度回落。4 月全球制造业 PMI 为 50.3，环比下降 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	2024-04	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	50.3	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	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	50.4	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	49.2	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	45.7	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	42.5	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	45.3	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	47.3	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	47.6	49.6	52.2	49.5	48.9	50.0	48.2	49.6	50.8	47.0	47.3	47.5	48.6	49.7	51.3
希腊	55.2	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	52.2	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	49.1	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	48.9	46.8	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	50.5	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	58.8	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	55.9	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	54.3	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	49.1	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	50.3	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	51.0	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

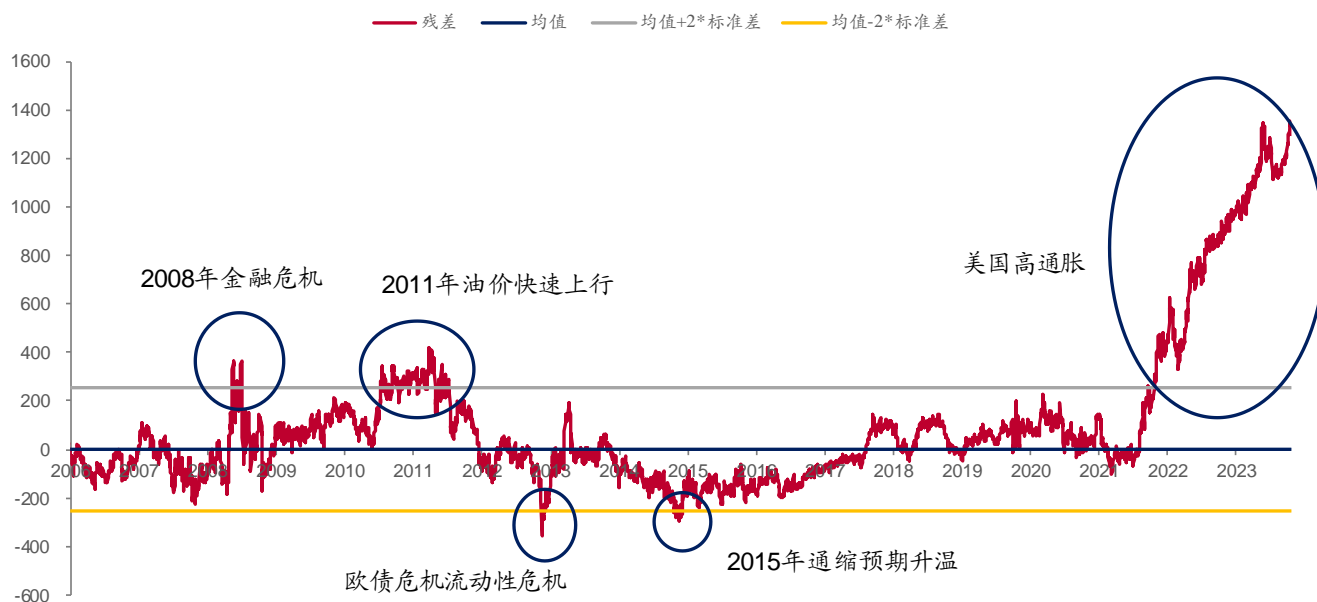
来源: wind, MacroMicro, Bloomberg, 中泰证券研究所

3. 贵金属: 大周期上行趋势不变

3.1 美国经济数据降温, 贵金属价格回归强势

- 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。

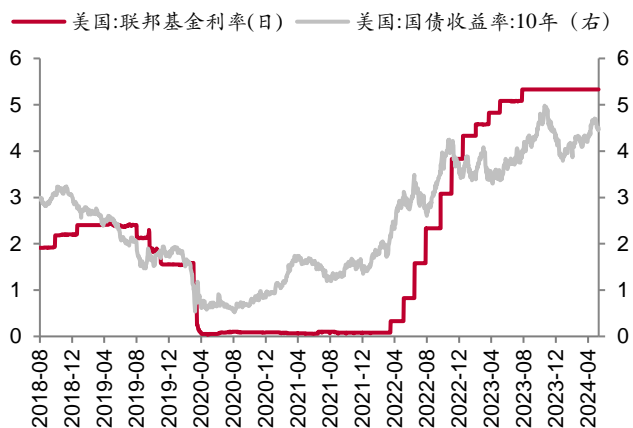
图表 27: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 截至5月10日, 本周美国10年期国债名义收益率隐含通胀预期回落至2.34%, 10年期国债实际收益率环比回落至2.16%; 截至5月10日, COMEX黄金收于2375.00美元/盎司, 环比上涨2.88%; COMEX白银收于28.51美元/盎司, 环比上涨6.80%; SHFE黄金收于561.40元/克, 环比上涨2.17%; SHFE白银收于7414元/千克, 环比上涨5.75%。

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

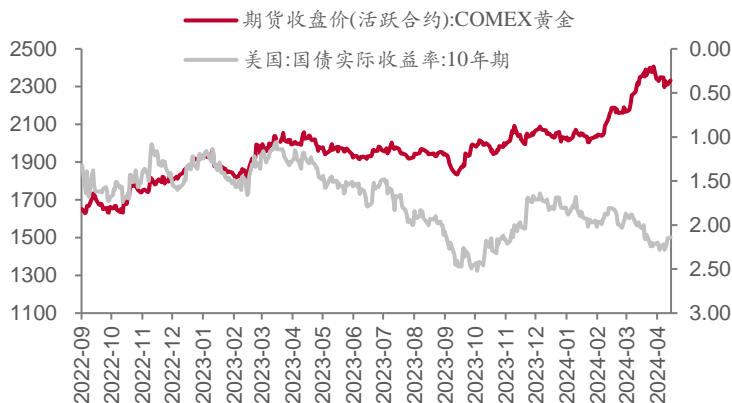
图表 29: 通胀预期与真实收益率 (%)



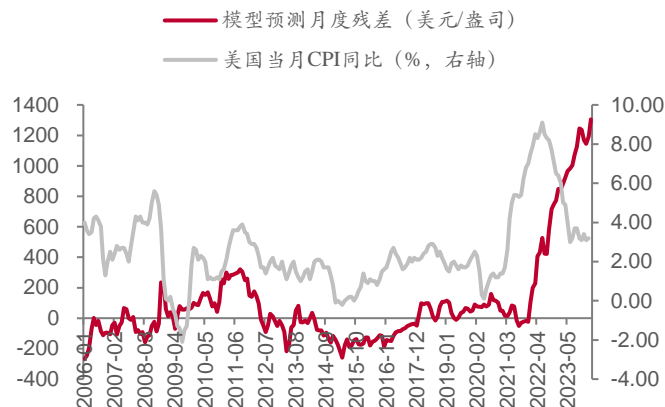
来源: Wind, 中泰证券研究所

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



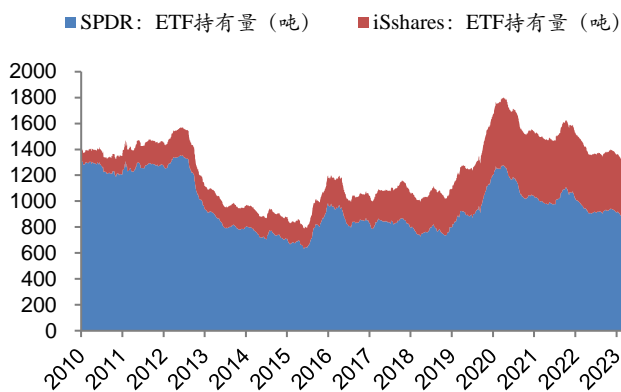
来源: Wind, 中泰证券研究所



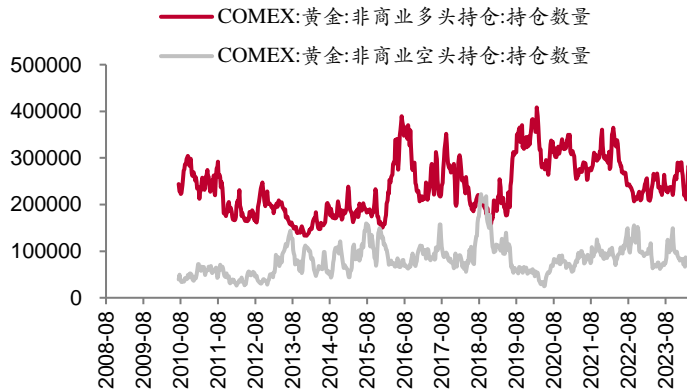
来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓环比减少, 中国央行继续增持

- **黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 净多头结构延续。**截至 5 月 10 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,212.94 吨, 环比减少 0.43 吨。截至 5 月 7 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回落至 27.21 万张附近 (前值 27.89 万张), 同时非商业空头持仓回落至 7.26 万张附近 (前值 7.46 万张附近), 净多头持仓量回落至 19.96 万张 (前值 20.42 万张)。国内央行连续 18 个月增持黄金, 同时全球央行购金速度维持高位。

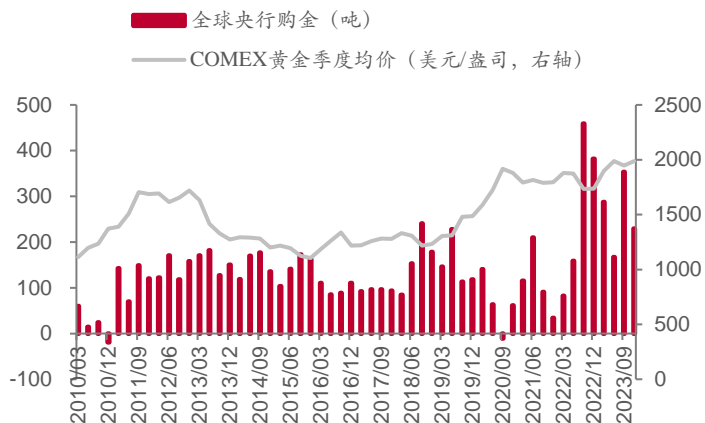
图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

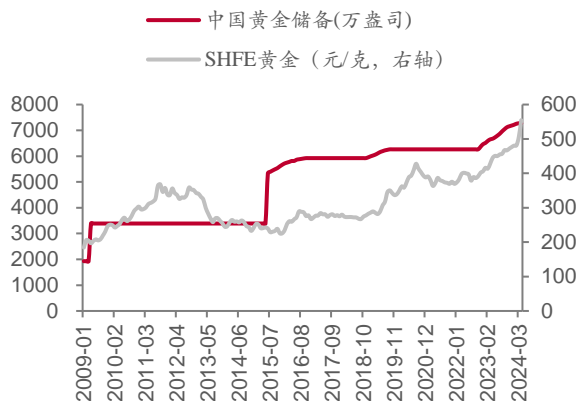
图表 34: 全球央行购金 (单位: 吨)
图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 35: 国内央行黄金储备变动



来源: Wind, 中泰证券研究所

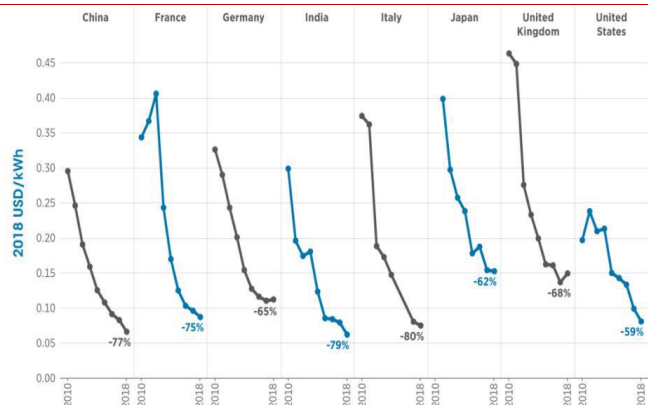


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.3 金银比延续修复趋势

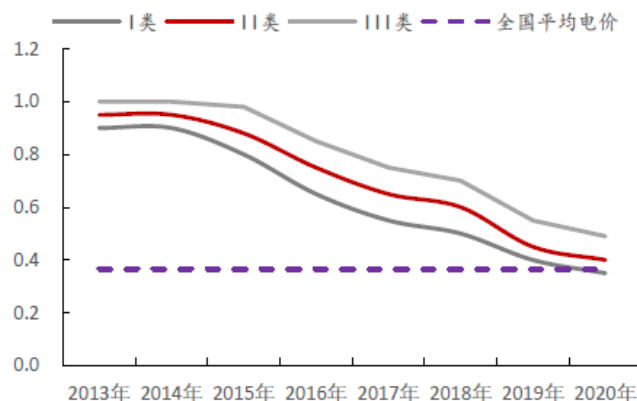
- **能源转型已经成为全球共识，光伏产业趋势逐渐确立。**2020年9月14日BP发布《世界能源展望（2020版）》预测能源转型加速、石油需求封顶；2020年9月17日欧盟发布的气候目标，将2030年可再生能源占比目标从32%以上提升至38%-40%；2020年9月21日GE宣布退出新增煤电市场；2020年9月22日中国宣布2060实现碳中和。由于新能源成本优势，全球能源转型加速，其中光伏也逐步从补充能源向主力能源转型，产业趋势确立。
- **随着光伏行业成本的不断下降，平价上网时代已临近，行业有望开启内生驱动下的高增。**在过去十年，伴随着政策补贴，光伏行业自身成本降低效果明显，表现为硅料、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
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 5 月 10 日，当前金银比 82.84，环比回落 4.41。

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: 供需紧平衡依旧

4.1 铝: 供需紧平衡及成本上涨助推铝价偏强

- **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 76 万吨, 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 4279.1 万吨, 较上周上升 26 万吨。
- **云南新增复产 19 万吨。**截至 2024 年 5 月 10 日, 2024 年中国电解铝总复产规模 161 万吨, 已复产 76 万吨, 待复产 85 万吨, 预期年内还可复产 80.5 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
云南	云铝集团	61	33	2024/3	28	28	61
云南	云南神火铝业有限公司	36	26	2024/3	10	10	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	9	2024年二季度	7.5	7.5	16.5
	总计	161	76		85	80.5	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 5 月 10 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。

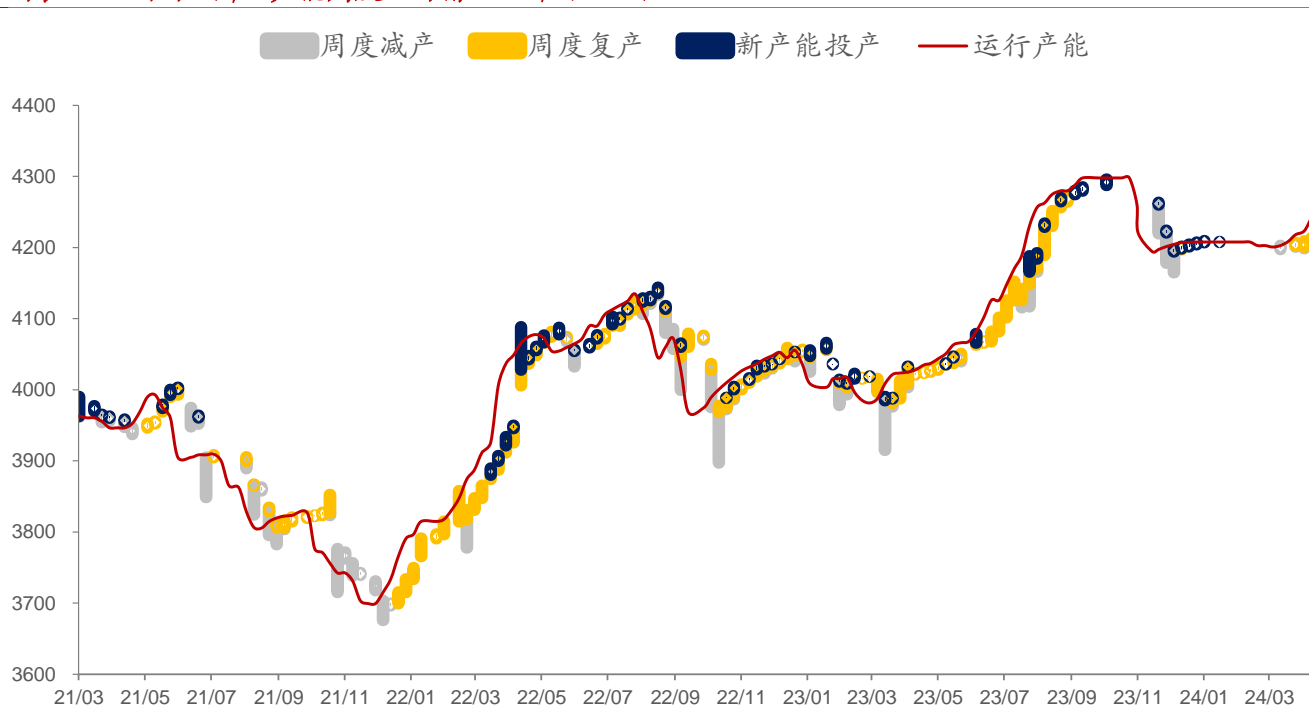
图表 43：电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况（单位：万吨）

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 5 月 10 日，国内电解铝运行产能达 4279.10 万吨。

图表 44：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）

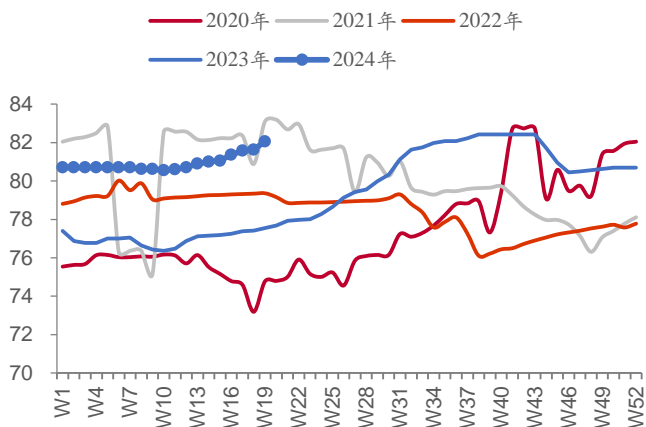


来源：百川、中泰证券研究所

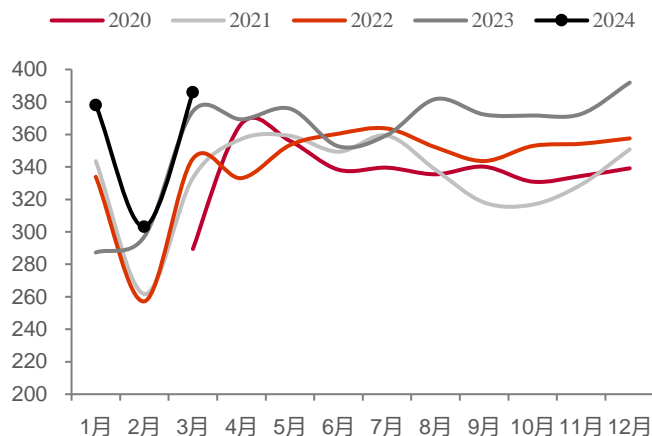
- **供应量上升。**根据百川，本周电解铝产量 82.06 万吨，环比上升 0.53%。

图表 45：电解铝周度产量（万吨）

图表 46：国内电解铝月度表观需求（万吨）



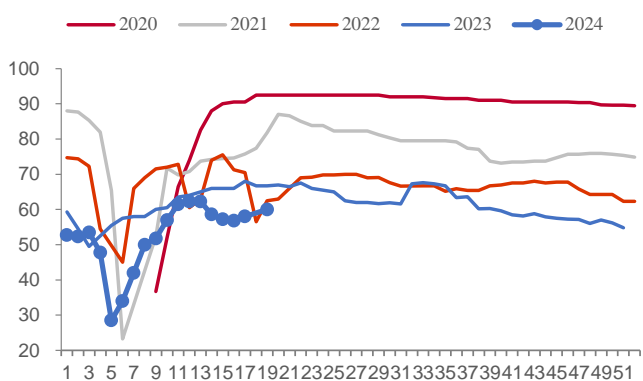
来源：百川，中泰证券研究所



来源：百川，中泰证券研究所

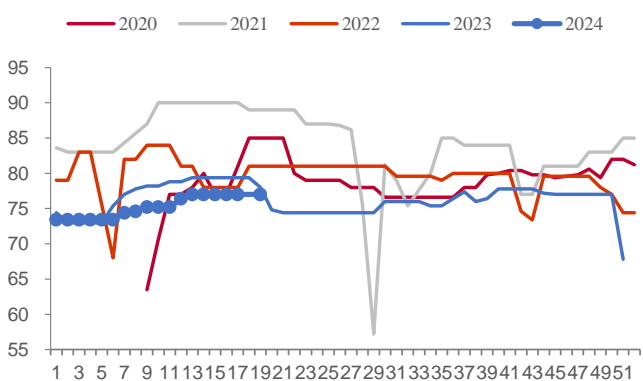
- **铝加工板块开工率环比小幅上升：**截止 2024 年 5 月 10 日，铝加工企业平均开工率为 64.9%，环比上升 0.5PCT。五一假期结束，部分终端提货加快，带动本周国内铝型材企业开工率小幅回升。

图表 47：铝型材开工率 (%)



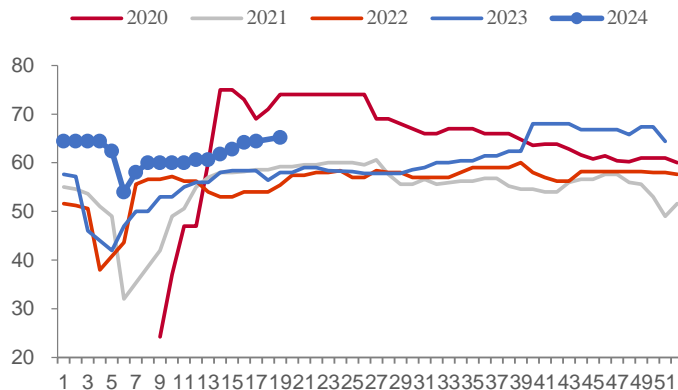
来源：百川，中泰证券研究所

图表 49：铝板带开工率 (万吨)



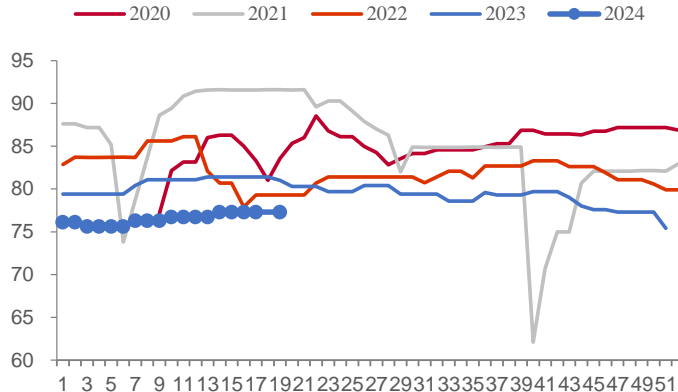
来源：百川，中泰证券研究所

图表 48：铝线缆开工率 (%)



来源：百川，中泰证券研究所

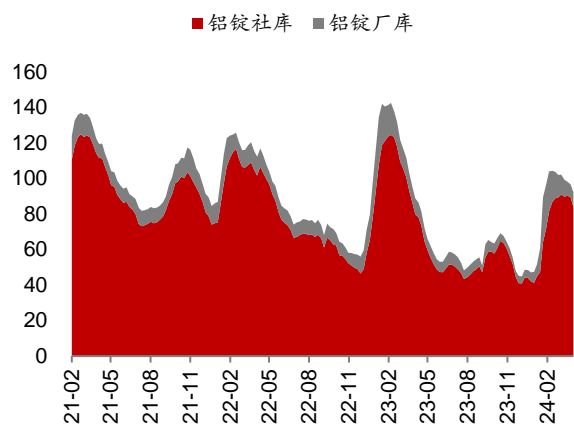
图表 50：铝箔开工率 (%)



来源：百川，中泰证券研究所

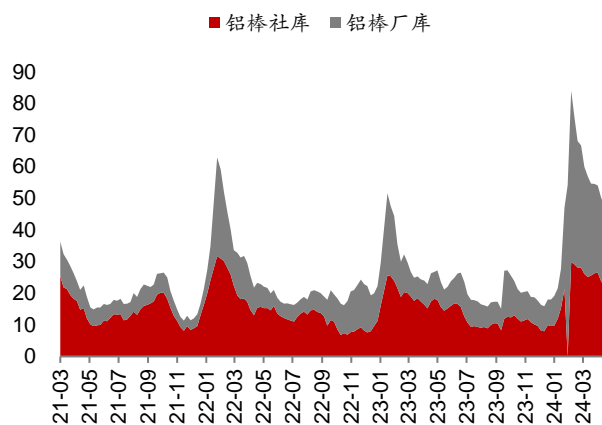
- **铝棒到货集中：**2024 年 5 月 10 日，根据钢联统计，国内铝锭库存 89.2 万吨，环比下降 1.1 万吨；国内铝棒库存 47.79 万吨，环比上升 0.57 万吨；国内铝锭+铝棒库存 136.99 万吨，环比下降 0.53 万吨。海外方面，截至 5 月 10 日，LME 铝库存 90.385 万吨，环比上升 42.4 万吨。

图表 51: 国内铝锭总库存走势 (万吨)



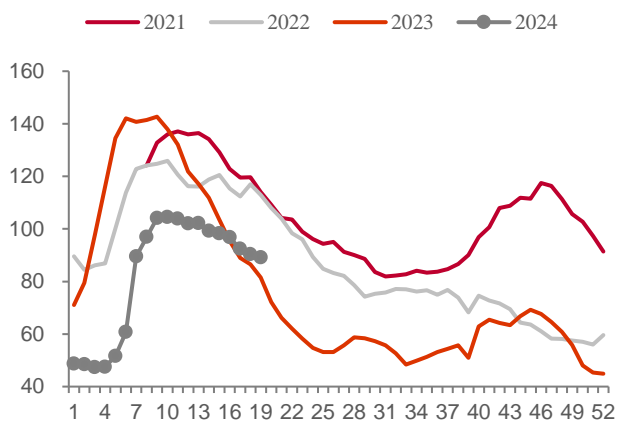
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 52: 国内铝棒总库存走势 (万吨)



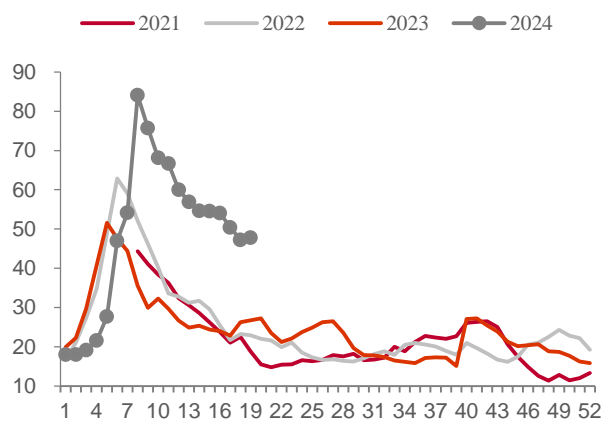
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 53: 国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)



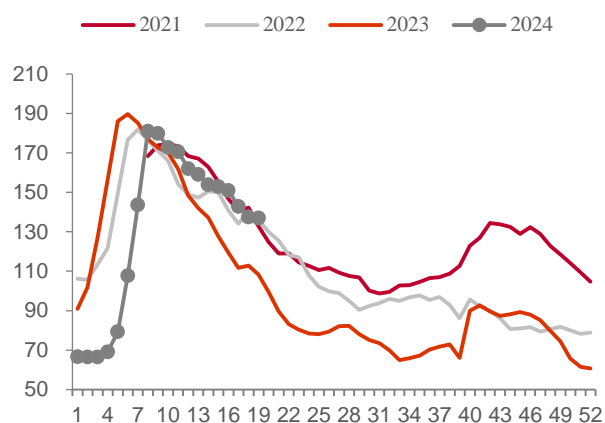
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 54: 国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



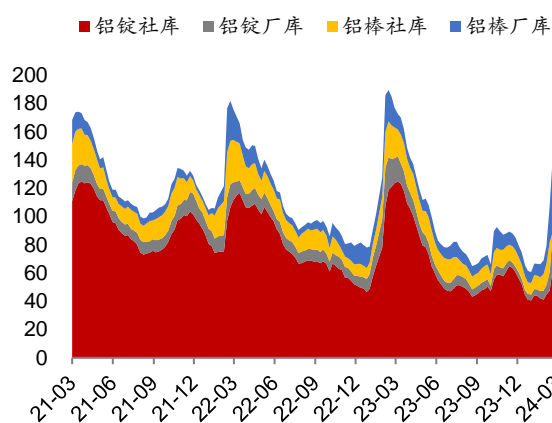
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 55: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



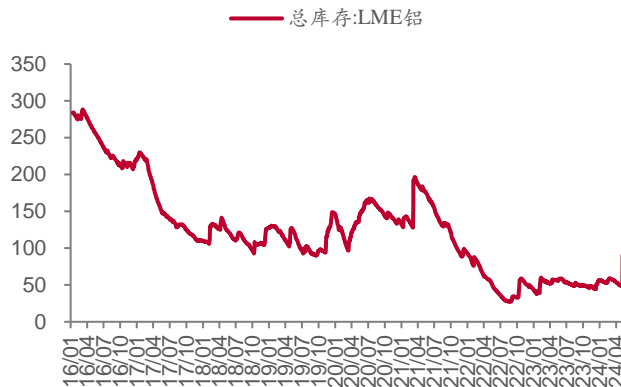
来源: 钢联, 中泰证券研究所

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

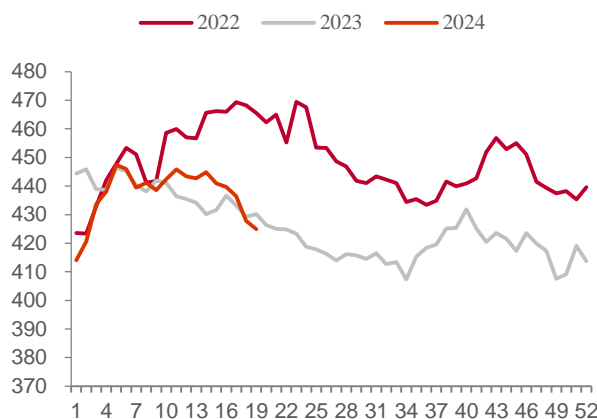
- **氧化铝紧平衡格局延续，现货价格偏强震荡：**2024年5月10日，根据钢联统计，氧化铝建成产能10210万吨，环比持平；运行产能8280万吨，环比降低10万吨；库存从上周427.8万吨减少至424.9万吨，环比下降0.68%。

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）



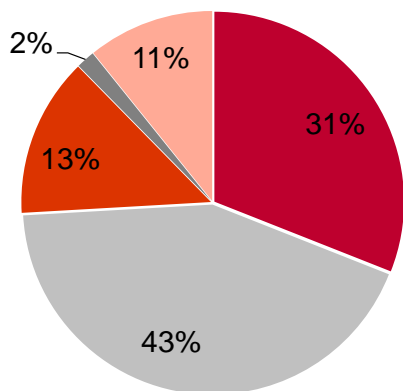
来源：钢联，中泰证券研究所

- **即时盈利回落。**截至5月10日，氧化铝价格3677元/吨，与上周相比环比增长6.64%，氧化铝成本3029元/吨，环比增长0.5%，吨毛利648元/吨，环比上升49.27%。预焙阳极方面，周内均价4643元/吨，环比增加83元/吨；考虑1个月原料库存影响，周内平均成本4607元/吨，周内平均吨毛利-158.79元/吨，环比下降0.35%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本4723元/吨，环比上升14.32%，周内平均吨毛利-81元/吨。除新疆外100%自备火电的电解铝企业，即时成本17152元/吨，环比上升6.16%，长江现货铝价20600元/吨，环比上升0.54%，吨铝盈利2288元，环比下降20.42%。具体走势如下：

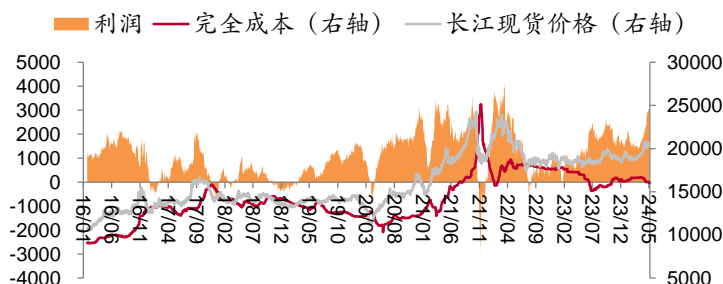
图表 58：电解铝的完全成本构成

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

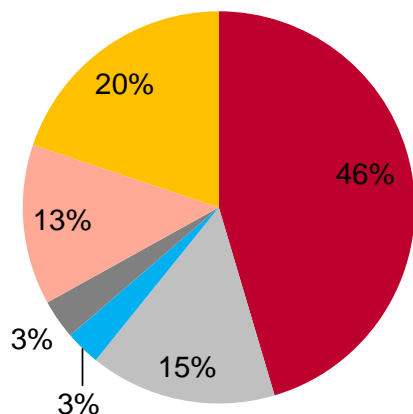


来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

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

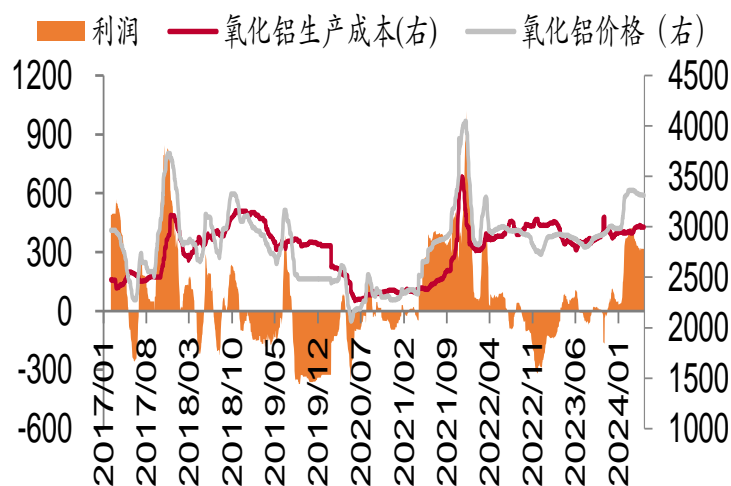
图表 60: 氧化铝生产成本构成

■ 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 61: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)

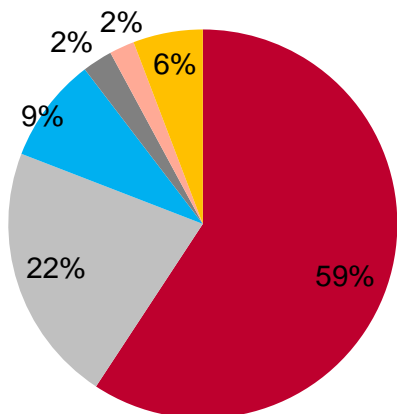


来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

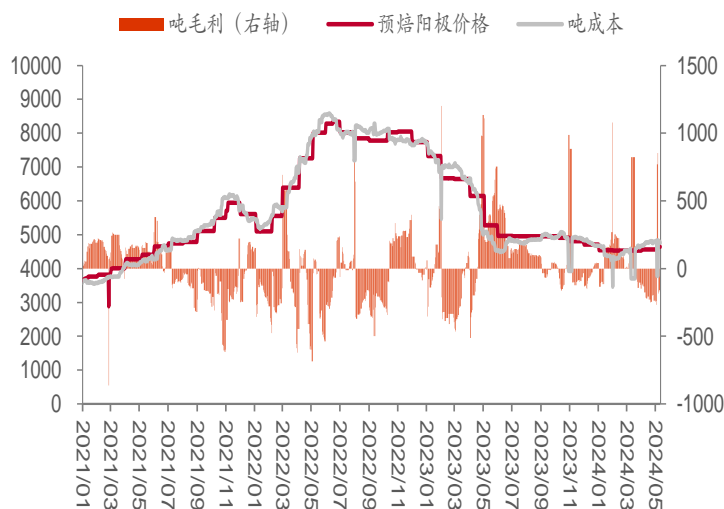
图表 62: 预焙阳极生产成本构成

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

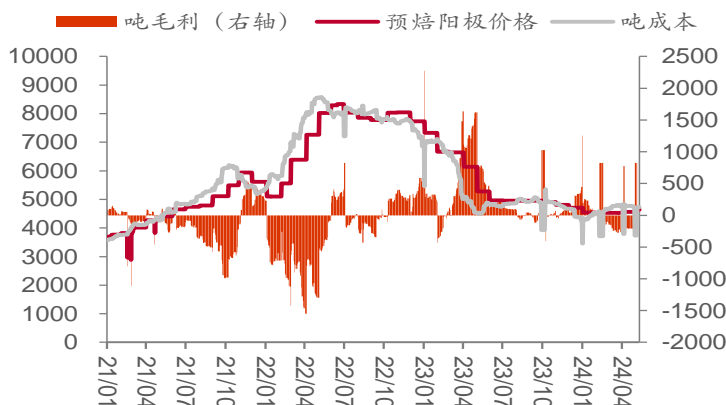


来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所



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

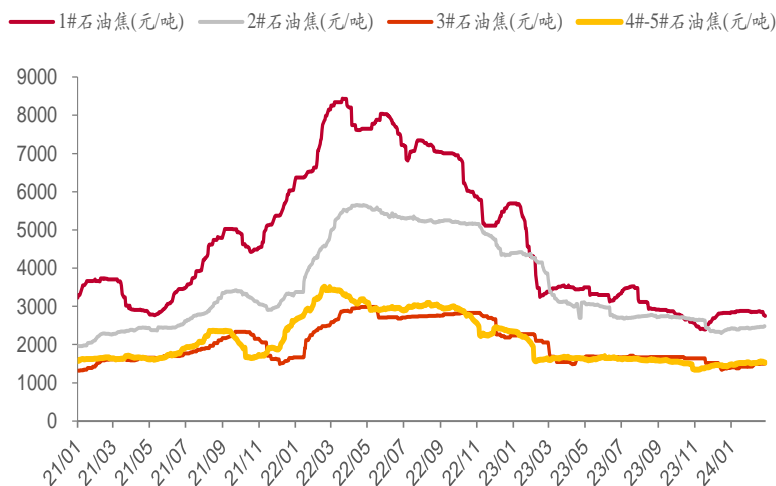
图表 64: 预焙阳极成本, 利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)



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 5 月 10 日, 1#石油焦价格为 2751 元/吨, 周环比下降 0.4%, 同比下降 60.0%。2#石油焦价格 2340 元/吨, 周环比下降 1.7%, 同比下降 59.2%。3#石油焦价格为 2230 元/吨, 周环比下降 0.1%, 同比下降 55.2%。4#-5#石油焦价格为 1525 元/吨, 周环比下降 0.6%, 同比下降 48.2%。

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 5 月 10 日，石油焦库存总量 486.2 万吨，同比下降 7.79%，环比下降 1.58%。

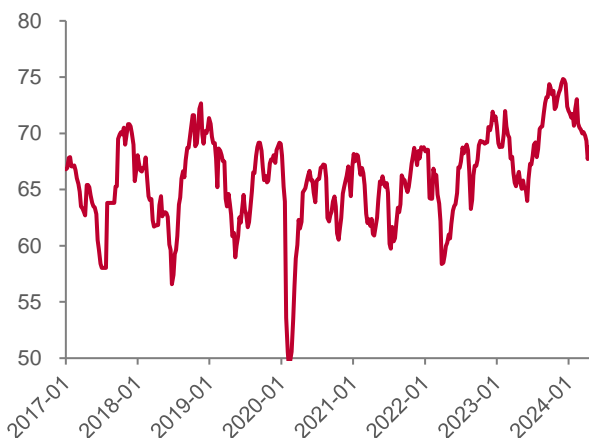
图表 66: 石油焦库存 (万吨)



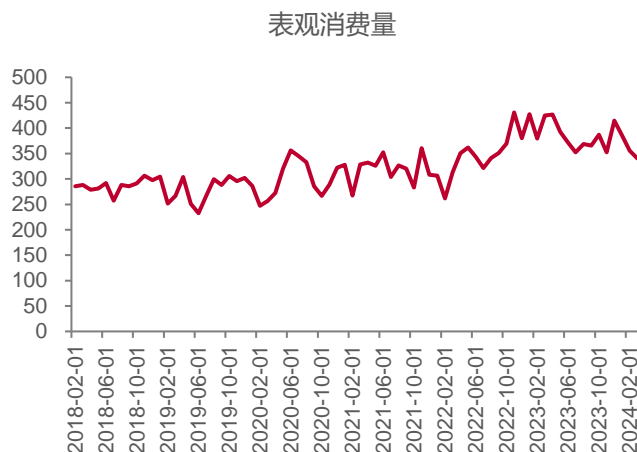
来源: 钢联、中泰证券研究所

- **石油焦开工率提升。**截止 5 月 10 日，国内石油焦开工率为 69.38%，环比上升 0.86%。国内石油焦 4 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 (%)



图表 68: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)



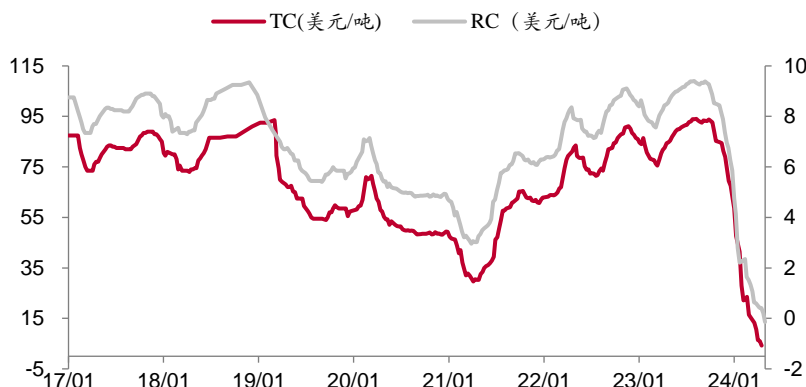
来源：钢联、中泰证券研究所

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

- 铜精矿现货加工费实质为负。5月10日SMM进口铜精矿指数（周）报-1.43美元/吨，较上一期的2.07美元/吨减少3.5美元/吨。虽然当下中国冶炼厂死咬个位数低位加工费，但是考虑到作价期已后延至M+5根据LME外盘期限结构折算至M+3则为负数。

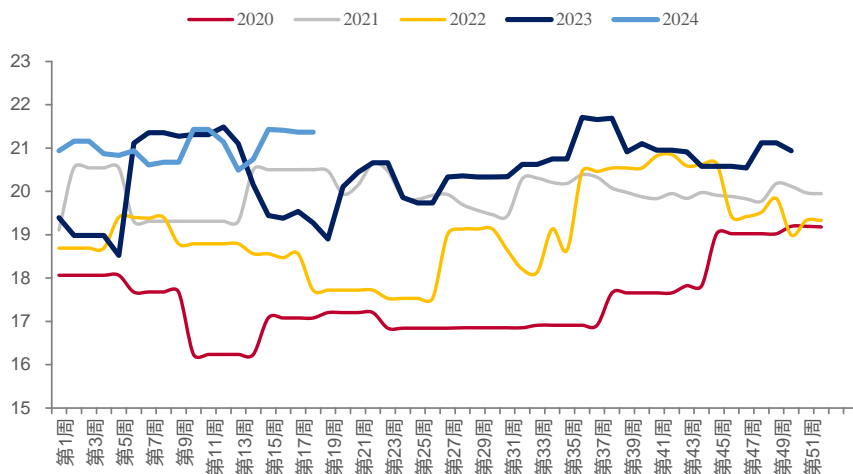
图表 69：铜矿 TC/RC



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，环比持平。

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）

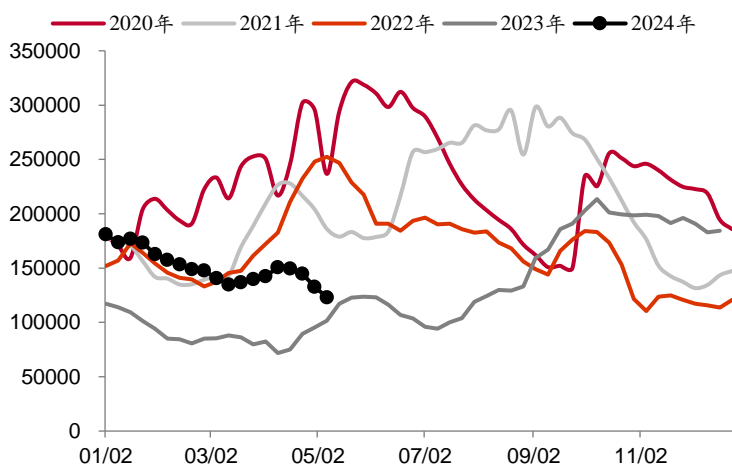
公司名称	粗炼产能	精炼产能	开始时间	结束时间	检修环节	备注	预估影响精铜产量	实际影响精铜产量
葫芦岛宏跃北方铜业	10	15	2024年1月	2024年2月	粗炼	18天		
广西南国铜业有限责任公司（一期）	30	30	2023年11月	不详	粗炼			
赤峰富邦铜业有限责任公司	6	0	2024年3月	2024年6月	粗炼	90天		
青海铜业责任有限公司	10	15	2024年4月	2024年5月	粗炼	30天		
阳新弘盛铜业有限公司	40	40	2024年4月初	2024年5月初	粗炼	30天		

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	

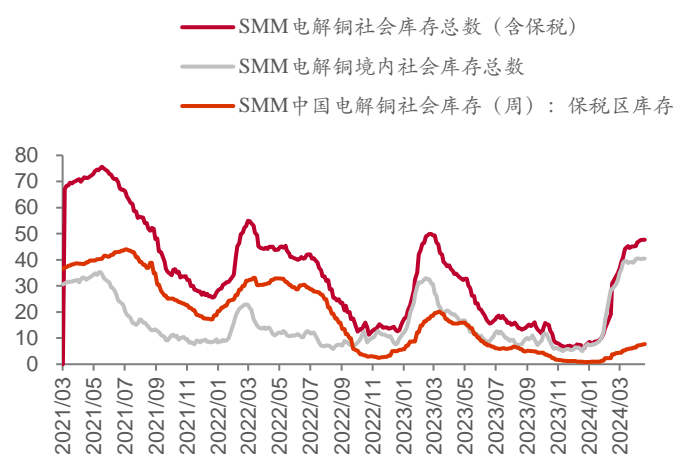
资料来源: SMM、中泰证券研究所

- **国内仍累库，海外去库：国内社会库存方面**，截至5月9日，国内社会库存48.34万吨，环比上升1.78万吨。**海外库存(期货)方面**，截止4月26日，LME+COMEX铜库存量12.30万吨，环比降低0.98万吨。

图表 72: LME+COMEX 库存变动趋势(吨)

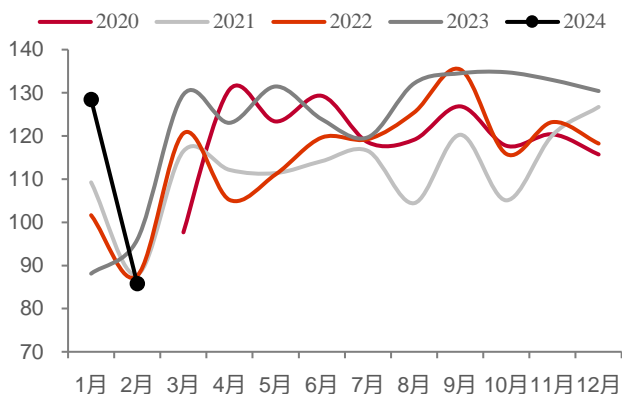


图表 73: 境内及保税区社会库存变动(万吨)



来源：SMM，中泰证券研究所

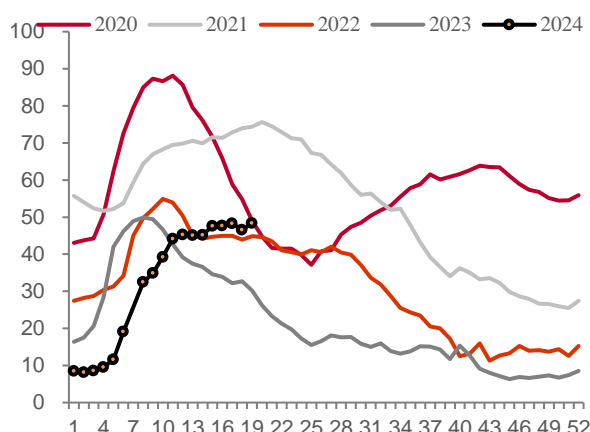
图表 75: 电解铜月度表观消费变动 (万吨)



来源：SMM，中泰证券研究所

来源：SMM，中泰证券研究所

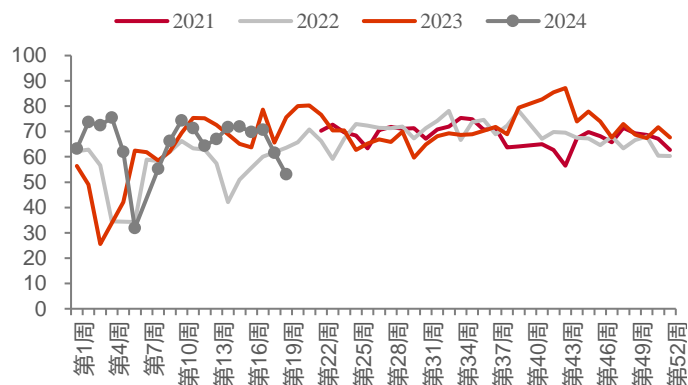
图表 74: 电解铜社会库存变动 (万吨)



来源：SMM，中泰证券研究所

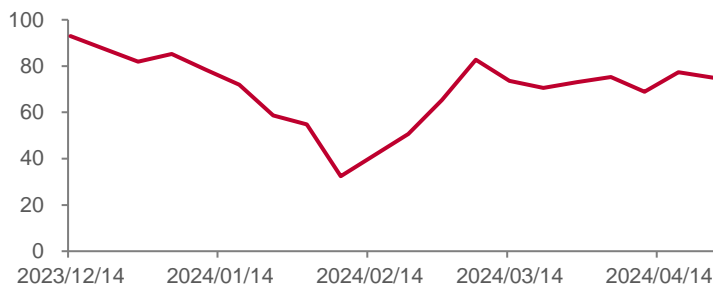
- **五一期间受消费拖累 精铜杆开工率同比下滑。**五一期间精铜杆企业开工率同比大幅下滑。本周国内主要精铜杆企业周度开工率延续下滑趋势，录得 53.11%。节后订单逐步复苏，在周内铜价回调时下游采购情绪有一定恢复，目前停产减产的企业陆续恢复生产，预计下周精铜杆企业开工率将环比上升。

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 (%)



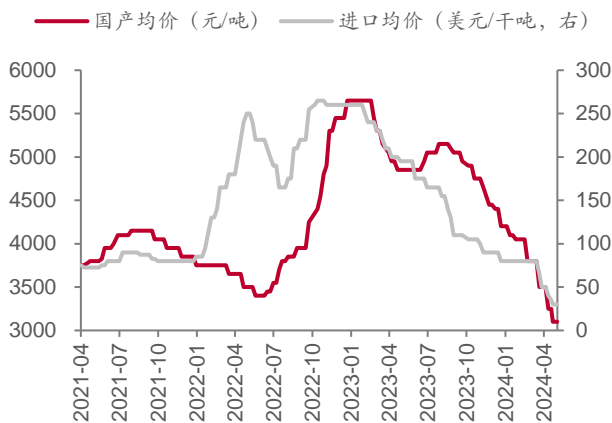
来源：SMM，中泰证券研究所

4.3 锌：国内外乐观情绪延续，锌价高位震荡

- 本周加工费持稳为主。目前 5 月加工费谈判基本落地，矿进口窗口持续关闭，港口库存仍较低，冶炼厂整体原料延续偏紧，然近期锌价高位运行，或弥补部分冶炼厂亏损。5 月为国内矿复产高峰期，随着复产进度的逐渐推进，市场或预期最早二季度末国内矿供应有所缓解，关注后续国内矿复产情况。

图表 77: 国产及进口锌精矿加工费对比

图表 78: 国产锌精矿分地区加工费



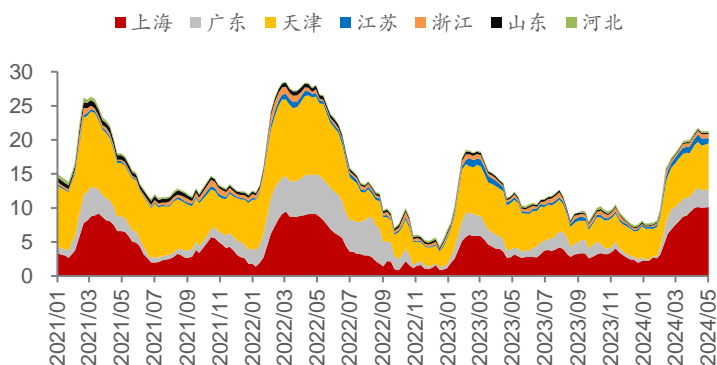
来源: SMM, 中泰证券研究所

	2024/04/26	2024/04/30	2024/05/10	单位
国产(周)	3250	3100	3100	元/金属吨
进口(周)	35.0	30.0	30.0	美元/千吨
内蒙古	3400	3200	3200	元/金属吨
云南	3200	3000	3000	元/金属吨
湖南	3400	3150	3150	元/金属吨
广西	3400	3150	3150	元/金属吨
陕西	3150	3000	3000	元/金属吨
四川	3100	3000	3000	元/金属吨
甘肃	3250	3100	3100	元/金属吨

来源: SMM, 中泰证券研究所

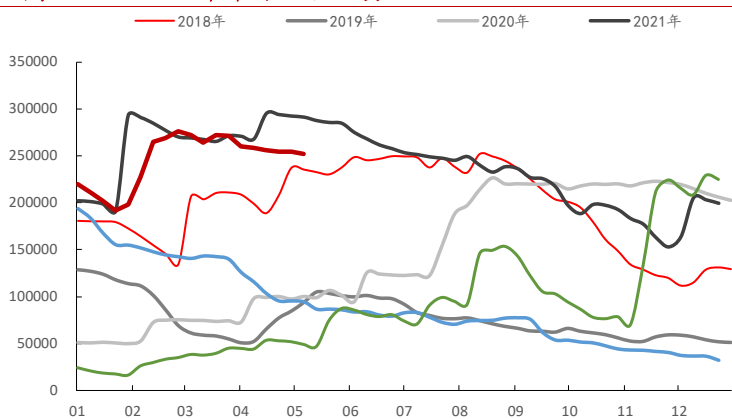
- 本周沪伦比值于7.9附近震荡, 进口窗口继续关闭。本周沪伦比无明显起色, 市场紧密关注美联储降息步伐, 上周就业数据不及预期, 市场看多情绪持续, 伦锌高位运行震荡整理; 国内来看, 冶炼厂原料偏紧延续提供支撑, 然现货消费不佳压制沪锌上涨动力, 周内沪锌宽幅震荡同样高位。预计短期内国内消费改善不大, 短期内沪伦比值或维持震荡。
- 库存变化: 据 SMM 调研, 截至本周四(5月9日), SMM 七地锌锭库存总量为 21.29 万吨, 较 4 月 29 日增加 0.13 万吨, 较 5 月 6 日降低 0.34 万吨, 国内库存录减。上海和天津地区库存录减, 主因节后下游复产陆续提货补库, 仓库正常到货下, 整体库存小幅降低; 广东地区库存录减明显, 主因部分冶炼厂检修影响发货, 仓库到货不多, 叠加下游刚需补库陆续提货, 库存降低较多。整体来看, 原三地库存降低 0.25 万吨, 七地库存降低 0.34 万吨。LME 方面, 本周伦锌库存有所回落, 截至 5 月 10 日, 伦锌库存量 251,950 吨, 较上周减少 2,025 吨。

图表 79: 国内锌七地库存(万吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

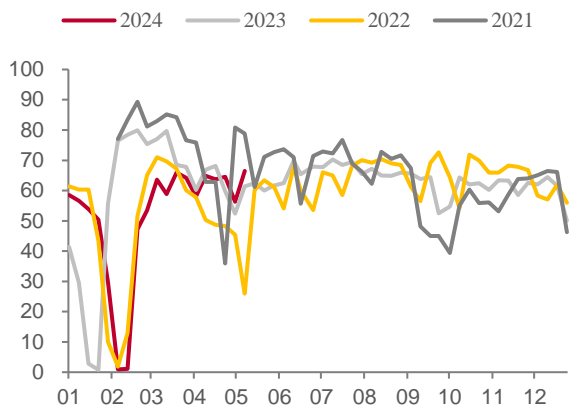
图表 80: LME 锌库存变动趋势(吨)



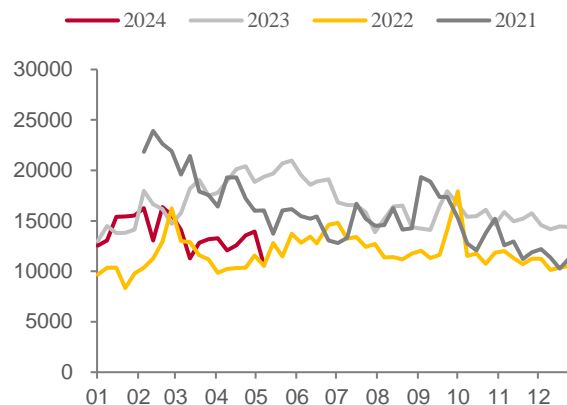
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 81: 镀锌开工率(%)

图表 82: 镀锌原料库存(吨)

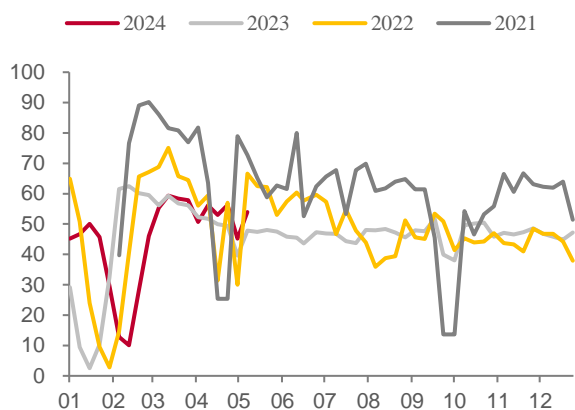


来源：SMM，中泰证券研究所



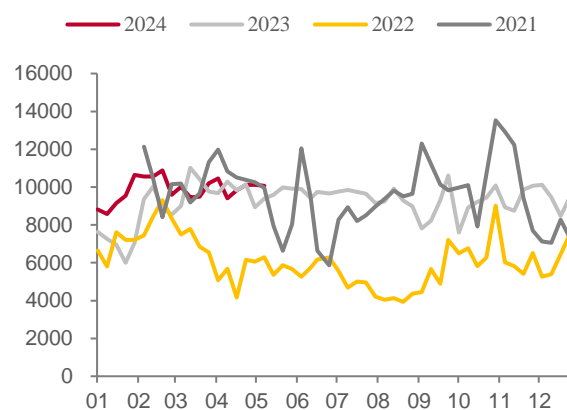
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 83：压铸锌开工率 (%)



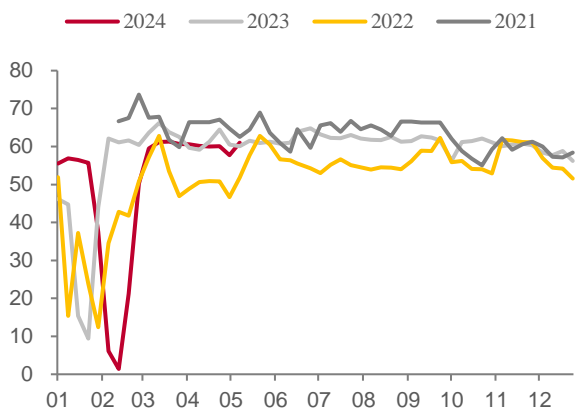
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 84：压铸锌原料库存 (吨)



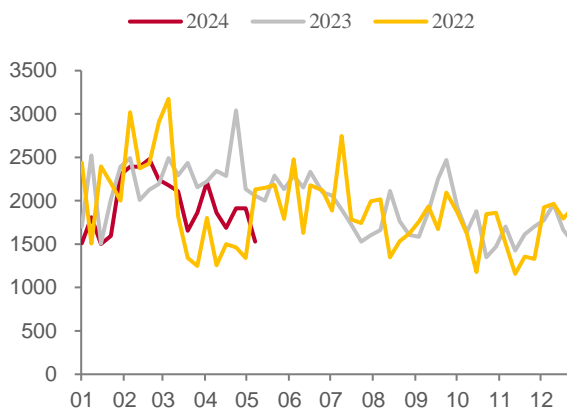
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 85：氧化锌开工率 (%)



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 86：氧化锌原料库存 (吨)



来源：SMM，中泰证券研究所

4.4 钢铁：地产利好政策持续发力 黑色价格窄幅震荡

- **钢价小幅下降：**Myspic 综合钢价指数环比上周上升 0.08%，其中长材下降 0.38%，板材下降 0.74%。上海螺纹钢 3600 元/吨，较上周下降

1.37%。上海热轧卷板 3830 元/吨，较上周喜爱将 0.26%。

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	141.27	141.16	0.08%	137.57	2.69%	144.09	-1.96%
MySpic指数:长材	159.02	159.63	-0.38%	152.81	4.06%	160.23	-0.76%
MySpic指数:扁平	124.3	125.23	-0.74%	123	1.06%	128.66	-3.39%
上海螺纹钢	3600	3650	-1.37%	3520	2.27%	3770	-4.51%
期货收盘价(活跃合约)	3662	3656	0.16%	3594	1.89%	3688	-0.70%
基差	-62	-6	-56	-74	12	82	-144
广州-沈阳价差	170	180	-10	170	0	200	-30
上海-沈阳价差	-160	0	-160	-100	-60	-210	50
上海热轧板卷	3830	3840	-0.26%	3800	0.79%	3940	-2.79%
基差	-5	61	-66	12	-17	-69	64
不锈钢(201/2B卷板:2.0mm)	8950	8900	0.56%	8750	2.29%	9550	-6.28%
取向硅钢(30Q120)	11900	11900	0.00%	11300	5.31%	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

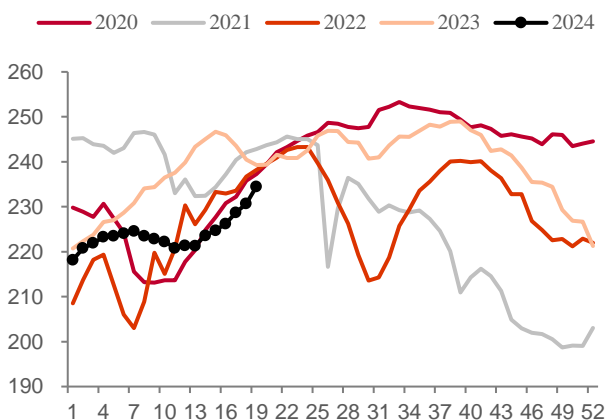
- 供应小幅上升: 本周五大钢材品种供应 885.79 万吨, 周环比增加 8.07 万吨。
- 库存大幅下降: 本周五大钢材总库存 1389 万吨, 周环比减 25.41 万吨。本周五大品种总厂库库存 495 万吨, 周环比下降 19.01 万吨。

图表 88: 本周库存波动对比 (万吨)

2024-5-9	实际产量	较上周	厂内库存	较上周	社会库存	较上周	总库存	较上周	表观需求	较上周
螺纹	230.61	-1.18	222.62	-11.51	660.64	-19.77	883.26	-31.28	261.89	-4.20
线材	88.48	0.55	66.97	-4.75	92.6	-6.01	159.57	-10.76	99.24	11.32
热轧	325.12	6.12	89.1	0.39	332.39	1.62	421.49	2.01	323.11	13.60
冷轧	86.63	0.76	37.97	-1.70	149.72	-0.70	187.69	-2.40	89.03	9.27
中厚板	154.95	1.82	78.76	-1.44	153.84	-0.55	232.6	-1.99	156.94	11.39
加总	885.79	8.07	495.42	-19.01	1389.19	-25.41	1884.61	-44.42	930.21	41.38

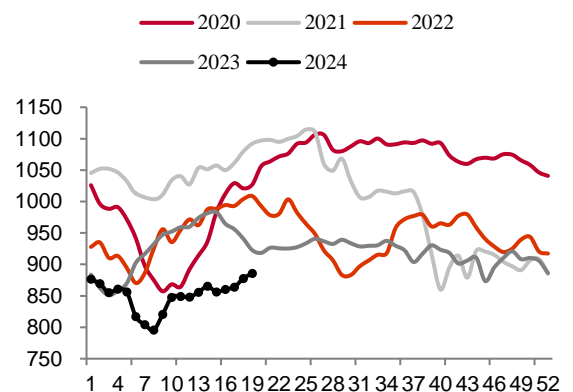
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

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

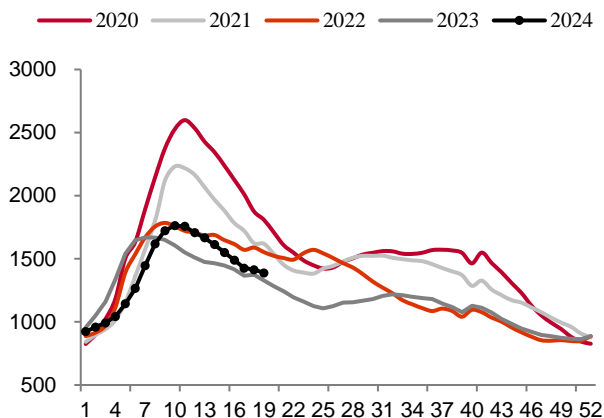
图表 90: 五大品种周度产量合计 (万吨)



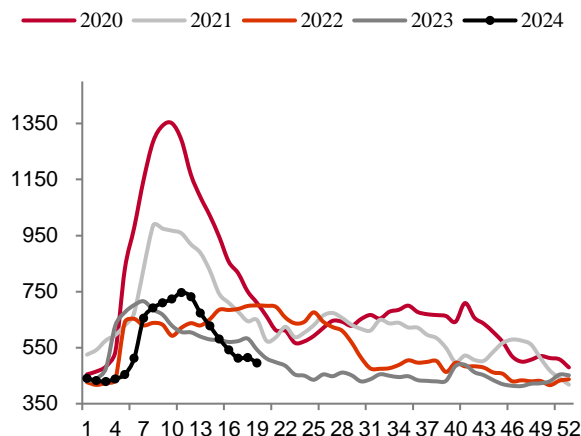
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 91: 历年五大品种社库波动 (万吨)

图表 92: 历年五大品种厂库波动 (万吨)



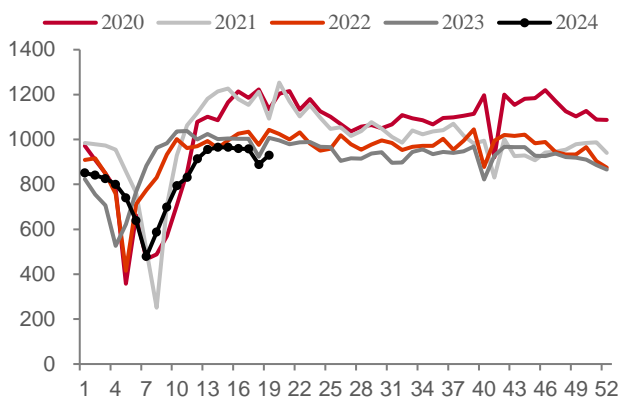
来源: Mysteel, 中泰证券研究所



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

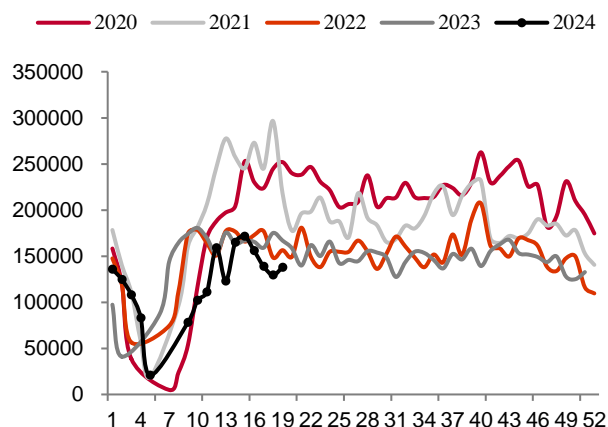
- **节后需求小幅回升:** 本周五大品种周消费量为 930.1 万吨, 增幅 0.18%; 其中建材消费环比上升 0.87%, 板材消费环比下降 0.89%。建材成交量 13.80 万吨, 较节前小幅回升。

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

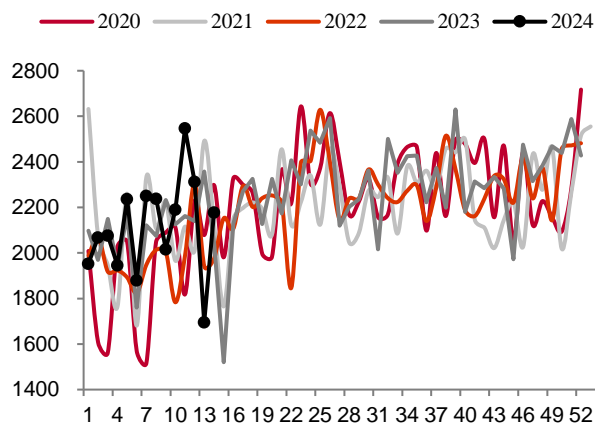
- **矿价震荡:** 本周 Platts62% 116.6 美元/吨, 周环比下降 0.15 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 2403.1 万吨, 环比上升 55.8 万吨, 其中中国到港量 1230 万吨, 环比下降 95.6 万吨。最新钢厂进口矿库存天数 20 天, 环比下降 2 天。天津准一冶金焦 2140 元/吨, 环比增加 100 元/吨。废钢 2520 元/吨, 环比上升 20 元/吨。

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	116.6	116.75	-0.15	107.55	9.05	102.85	13.75
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	873	872	1	826	47	766	107
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	715	720	-5	660	55	640	75
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-873	-872	-1	-826	-47	-766	-107
	卡粉-超特	元/湿吨	-715	-720	5	-660	-55	-640	-75
	PB粉-超特	元/湿吨	158	152	6	166	-8	126	32
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	27.29	25.01	2.28	24.2	3.09	22.44	4.85
	西澳-青岛	美元/吨	11.59	9.76	1.83	8.95	2.64	9.3	2.29
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	2140	2040	100	1740	400	2090	50
	京唐港主焦煤	元/吨	2150	2150	0	1950	200	1800	350
张家港废钢	元/吨	2520	2500	20	2480	40	2460	60	
唐山方坯Q235	元/吨	3460	3460	0	3380	80	3430	30	

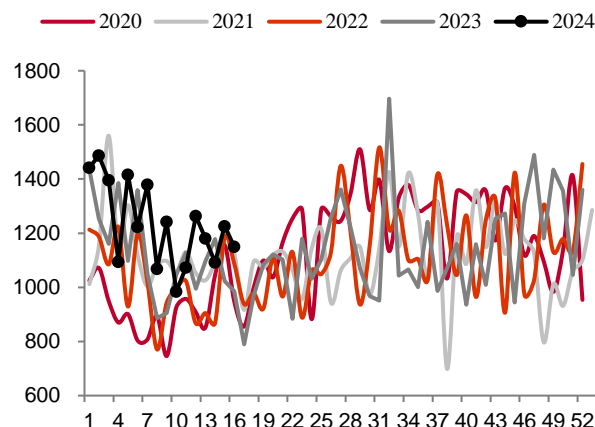
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 96: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)



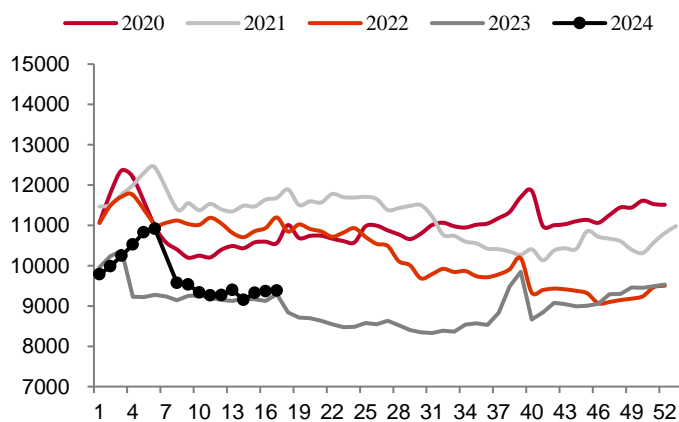
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 97: 中国铁矿石到港量 (万吨)



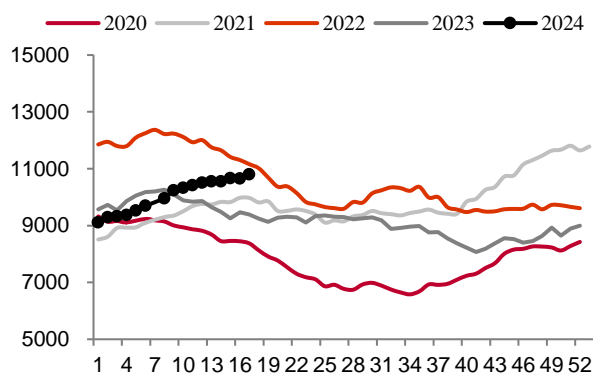
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 98: 进口矿港口库存 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 99: 进口矿钢厂库存 (万吨)

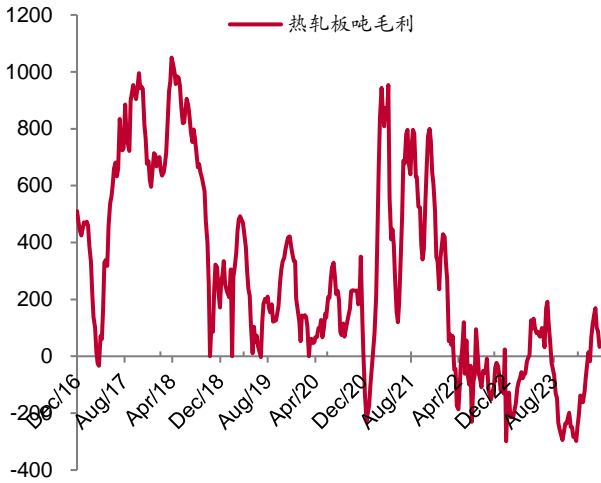


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 吨钢盈利涨跌不一: 热轧卷板(3mm)毛利 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,

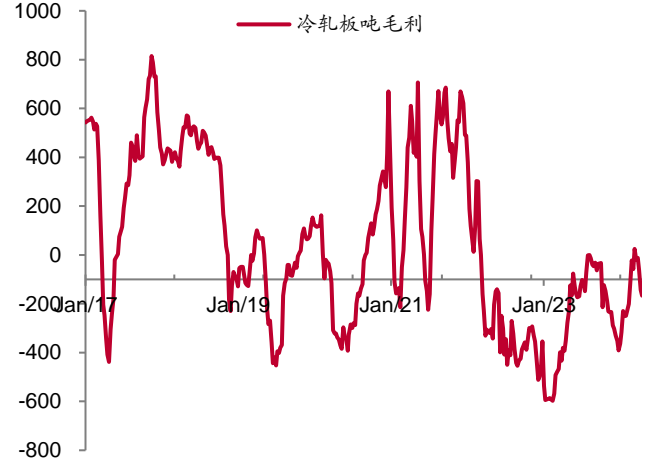
毛利率降-4.83%。

图表 100: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)



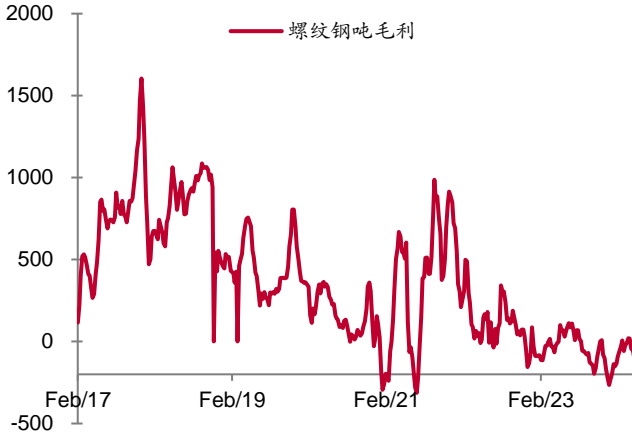
来源: Wind, 中泰证券研究所

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:** 本周美国初请失业金人数超预期, 经济韧性边际转弱, 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:** 全球制造业 PMI 边际走弱, 在库存周期见底背景下, 全球经济复苏趋势有望延续, 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。

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。