

**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

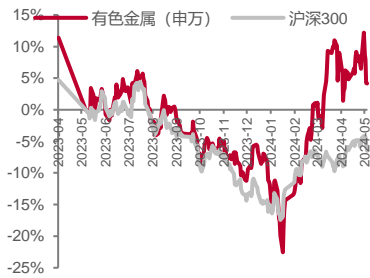
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

**基本状况**

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	28,536.76
行业流通市值(亿元)	25,139.15

**行业-市场走势对比**



**图表：周内商品价格变动**

单位	本周五 (5.24) 价格	周度涨跌幅
COMEX黄金 美元/盎司	2,334.50	-3.43%
SHFE黄金 元/克	554.48	-1.84%
COMEX白银 美元/盎司	30.50	-2.83%
SHFE白银 元/千克	7,994	4.81%
LME铜 美元/吨	10,334	-3.56%
SHFE铜 元/吨	84,050	-0.24%
LME铝 美元/吨	2,658	1.21%
SHFE铝 元/吨	20,855	-0.67%
LME铅 美元/吨	2,305	0.11%
SHFE铅 元/吨	18,490	-1.00%
LME锌 美元/吨	3,059	0.81%
SHFE锌 元/吨	24,725	3.24%
LME锡 美元/吨	33,200	-3.21%
SHFE锡 元/吨	273,100	-1.80%
LME镍 美元/吨	20,310	-3.74%
SHFE镍 元/吨	152,780	-0.44%

来源：wind、中泰证券研究所

**投资要点**

■ **【本周关键词】：美联储会议纪要放鹰，欧美 5 月制造业 PMI 初值回升**

■ **投资建议：趋势的延续，维持行业“增持”评级**

1) **贵金属**：本周美联储会议纪要释放鹰派信号，短期贵金属承压，中长期来看，美国十年期国债实际收益率处于 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下行，而全球信用格局重塑背景下，贵金属价格将上涨至新高度。

2) **大宗金属**：本周海外 5 月制造业 PMI 初值重拾升势，国内逆周期政策持续发力，提振复苏信心，全球制造业复苏周期仍将持续，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-3.6%、1.4%、0.1%、0.5%、-3.2%、-3.7%，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为-0.2%、-0.7%、-1.1%、3.5%、-1.4%、-0.4%；2) COMEX 黄金收于 2334.50 美元/盎司，环比下跌 3.43%，SHFE 黄金收于 554.48 元/克，环比下跌 1.84%；3) 本周有色行业指数跑输市场，申万有色金属指数收于 4,623.18 点，环比下跌 3.70%，跑输上证综指 1.64 个百分点，金属新材料、贵金属、工业金属、小金属、能源金属的涨跌幅分别为 0.55%、-0.64%、-2.34%、-2.51%、-3.56%。

■ **宏观“三因素”总结：全球复苏趋势不变。具体来看：**

1) **国内逆周期政策连续发力，复苏动能有望进一步提升**：国内 1 年期贷款市场报价利率 (LPR) 3.45% (前值 3.45%)，5 年期贷款市场报价利率 3.95% (前值 3.95%)，随着国内逆周期政策的持续发力，支撑国内复苏动能提升。

2) **美国 5 月 Markit PMI 初值回升**：5 月 Markit 制造业 PMI 初值 50.9 (前值 50.0)，服务业 PMI 初值 54.8 (前值 51.3)；4 月新屋销售季调折年数 63.4 万套 (前值 66.5 万套，预期 68.0 万套)，环比-4.66% (前值 5.39%)。

3) **欧元区 5 月制造业 PMI 初值回升**：5 月欧元区制造业 PMI 初值为 47.4 (前值 45.7，预期 46.6)，服务业 PMI 初值为 53.3 (前值 53.3，预期 53.5)。

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：美联储放鹰，金价回落**

周内，十年期美债实际收益率 2.14%，环比+0.04pcts，实际收益率模型计算的残差 1560.6 美元/盎司，环比-71.3 美元/盎司；美联储公布 FOMC 会议纪要释放鹰派信号，贵金属价格回落。目前美国十年期国债实际收益率处于 2%左右的历史高位，降息空间终将打开，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：美元指数回升，价格承压**

周内，美联储释放鹰派信号，FOMC 纪要显示将继续保持高利率的观望状态应持续更久，市场预期降息或将再次推迟，美元指数回升下，基本金属价格整体承压。

1、对于电解铝，原料助推价格高位。

**供应方面**，云南地区电解铝企业继续复产，剩余产能有望在 6 月陆续复产。

截至目前，本周电解铝行业开工产能 4291.60 万吨，较上周增加 6.5 万吨。**需求方面**，本周下游加工行业开工率 64.6%，环比下降 0.3%，铝价冲破 2.1 万后下游畏高情绪又起，叠加临近月底，订单存量减少，企业开工率下滑。**库存方面**，本周国内铝锭+铝棒库存 128.31 万吨，环比下降 2.74 万吨，高价抑制铝锭出库，铝棒仍延续去库，整体铝元素去库虽放缓但仍处于下行通道。**成本方面**，目前电解铝 90 分位成本 18282 元/吨，环比提升 0.94%。

1) 氧化铝价格 3815 元/吨，与上周相比环比增长 3.71%，氧化铝成本 3031 元/吨，环比增长 0.07%，吨毛利 784 元/吨，环比上升 14.27%。

- 2) 预焙阳极方面，周内均价 4643 元/吨，环比保持不变；考虑 1 个月原料库存影响，周内平均成本 4769 元/吨，周内平均吨毛利-127 元/吨，环比下降 2.37%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本 4728 元/吨，环比下上升 0.28%，周内平均吨毛利-85 元/吨。
- 3) 除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 17590 元/吨，环比上升 2.19%，长江现货铝价 20800 元/吨，环比上升 0.19%，吨铝盈利 2131 元，环比下降 9.48%。

总结来看，本周宏观多空因素交织，铝价先扬后抑，整体高位。高位铝价对下游的抑制作用有所显现，刚需勉力支撑，库存依然维持去库。原料方面，澳洲两家氧化铝厂发货受阻，进口增加预期被延后。同时，国内部分矿山正在推进复产工作，但短期内难以迎来大规模复产，氧化铝在供弱需强格局下期现价格持续上涨。综上，坚定看好铝价上行趋势。

## 2、对于电解铜，铜价冲高回落，国内累库依旧。

供给方面，5 月 24 日 SMM 进口铜精矿指数（周）报-0.65 美元/吨，较上一期的-1.08 美元/吨增加 0.43 美元/吨。库存方面，截至 5 月 24 日，国内社会库存 51.49 万吨，环比上升 1.38 万吨。海外库存（期货）方面，截止 5 月 24 日，LME+COMEX 铜库存量 12.71 万吨，环比增加 4.31%。需求方面，铜价冲至历史新高，下游开工率普遍下滑。

总结来看，铜价冲高回落，加工材新订单补充有限，铜杆开工率走跌。中国境内电解铜社会库存仍在持续垒库，保税区库存因国内出口以及国外进口补充亦呈现垒库状态。LME 库存周内垒库明显，COMEX 挤仓风波在空头积极准备货源交仓后有所降温，但其库存仍在走低。总体来看，需关注铜此轮急速上涨后带来的消费面负反馈风险。

## 3、对于锌，供需双弱，内外盘高位震荡。

周内，美联储释放鹰派信号，市场降息情绪再受打压，国内超长期万亿国债落地，基建有望拉动锌需求，内外盘锌价高位震荡。供给方面，百川统计国内锌锭周度产量为 11.03 万吨，环比-0.13%；需求方面，压铸锌合金受锌价高位抑制，开工较弱，镀锌管和铁塔订单尚可，但整体订单不足下依然存在大厂抢占小厂的情况，光伏和交通类订单依然较差，且南方阴雨天气同样抑制终端开工，整体消费表现偏弱。库存方面，七地锌锭库存 21.29 万吨，较上周去库 0.21 万吨。

## 4、对于钢铁，库存去化速率放缓，消费进入淡季。

近期黑色系价格震荡分化，随着铁水产量有所下降，原料价格高位支撑逻辑或将有所转换，且市场供给陆续回升，成交并未随着钢价上涨有明显好转，下游需求在步入淡季后有所转弱，钢材基本面矛盾有逐步累积之势。当前宏观利好情绪尚未完全消退，预期引领市场价格上升，钢材价格整体上涨动能短期仍将存在，但上行空间有限，且在时间推移下动能将边际减弱。不过随着进入政策相对真空期，市场回归基本面，下游需求转动复苏的核心因素仍是资金方面，虽然债券发行在 5 月有所提速，但是政策与资金落地尚需时间消化，因此短期来看需求掣肘问题依旧存在。综上，预计短期内钢价或将先扬后抑运行。

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

## 内容目录

1.行情回顾.....	- 8 -
1.1 股市行情回顾：美股整体回升、A股整体回落.....	- 8 -
1.2 贵金属：美联储释放“鹰派”信号，价格回落.....	- 9 -
1.3 大宗金属：基本金属价格整体承压.....	- 9 -
2.宏观“三因素”运行跟踪：复苏周期仍在延续.....	- 10 -
2.1 中国因素：经济复苏动能有望进一步提升.....	- 10 -
2.2 美国因素：5月 Markit PMI 初值回升.....	- 11 -
2.3 欧洲因素：欧元区5月制造业 PMI 超预期回升.....	- 13 -
2.4 全球因素：四月全球制造业 PMI 回落.....	- 13 -
3.贵金属：大周期上行趋势不变.....	- 14 -
3.1 美联储放鹰，贵金属价格承压.....	- 14 -
3.2 黄金 ETF 持仓环比减少，COMEX 非商业多头持仓提升.....	- 16 -
3.3 金银比延续修复趋势.....	- 17 -
4.大宗金属：供需紧平衡格局难以改变.....	- 19 -
4.1 铝：原料支撑价格高位.....	- 19 -
4.2 铜：铜价冲高回落，国内累库依旧.....	- 27 -
4.3 锌：供需双弱，内外盘高位震荡.....	- 30 -
4.4 钢铁：库存去化速率放缓，消费进入淡季.....	- 32 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 36 -
6.风险提示.....	- 36 -

**图表目录**

图表 1: 申万一级行业与上证综指周涨跌幅.....	- 8 -
图表 2: 周内子板块涨跌幅表现.....	- 8 -
图表 3: 周内有色金属领涨个股.....	- 9 -
图表 4: 周内有色金属领跌个股.....	- 9 -
图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势.....	- 9 -
图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势.....	- 9 -
图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅.....	- 9 -
图表 8: 国内 1 年期与 5 年期 LPR (%) .....	- 10 -
图表 9: 国内社会消费品零售总额累计同比 (%) .....	- 10 -
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 (%) .....	- 11 -
图表 13: 国内高炉开工率 (%) .....	- 11 -
图表 14: 美国:Markit 制造业 PMI:季调.....	- 11 -
图表 15: 国内出口金额当月同比 (%) .....	- 11 -
图表 16: 美国 Markit PMI.....	- 12 -
图表 17: 美国新屋销售及环比 .....	- 12 -
图表 18: 美国失业率季调 (%) .....	- 12 -
图表 19: 美国当周初请失业金人数 (万人) .....	- 12 -
图表 20: 美联储利率政策市场预期.....	- 12 -
图表 21: 美元指数走势图.....	- 12 -
图表 22: 欧元区制造业与服务业 PMI .....	- 13 -
图表 23: 欧元区 CPI 同比及环比 (%) .....	- 13 -
图表 24: 全球制造业与服务业 PMI.....	- 13 -
图表 25: 全球制造业 PMI 分项.....	- 13 -
图表 26: 全球主要经济体制造业 PMI .....	- 14 -
图表 27: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司) .....	- 15 -
图表 28: 十年期美债收益率与联邦基金利率 (%) .....	- 15 -
图表 29: 通胀预期与真实收益率 (%) .....	- 15 -
图表 30: 金价与十年期美国国债收益率.....	- 15 -
图表 31: 美国 CPI 同真实收益率残差项走势关系.....	- 15 -
图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨) .....	- 16 -
图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张) .....	- 16 -

图表 34: 全球央行购金 (单位: 吨) .....	- 16 -
图表 35: 国内央行黄金储备变动 .....	- 16 -
图表 36: 主要国家光伏发电平均成本持续快速降低 .....	- 17 -
图表 37: 平价上网成为现实 (元/度) .....	- 17 -
图表 38: 白银供需平衡表预测 (吨) .....	- 18 -
图表 39: 光伏产业白银需求预测 .....	- 18 -
图表 40: 金银比 (伦敦现货) .....	- 18 -
图表 41: 金银比修复行情历史复盘 .....	- 19 -
图表 42: 电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位: 万吨) .....	- 19 -
图表 43: 电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况 (单位: 万吨) .....	- 20 -
图表 44: 国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨) .....	- 20 -
图表 45: 电解铝周度产量 (万吨) .....	- 21 -
图表 46: 国内电解铝月度表观需求 (万吨) .....	- 21 -
图表 47: 铝型材开工率 (%) .....	- 21 -
图表 48: 铝线缆开工率 (%) .....	- 21 -
图表 49: 铝板带开工率 (万吨) .....	- 21 -
图表 50: 铝箔开工率 (%) .....	- 21 -
图表 51: 国内铝锭总库存走势 (万吨) .....	- 22 -
图表 52: 国内铝棒总库存走势 (万吨) .....	- 22 -
图表 53: 国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨) .....	- 22 -
图表 54: 国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨) .....	- 22 -
图表 55: 国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比 (万吨) .....	- 22 -
图表 56: 国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨) .....	- 22 -
图表 57: LME 铝期货库存变动 (万吨) .....	- 22 -
图表 58: 氧化铝运行产能 (万吨) .....	- 23 -
图表 59: 氧化铝库存 (万吨) .....	- 23 -
图表 60: 电解铝的完全成本构成 .....	- 23 -
图表 61: 电解铝成本、利润情况 (元/吨) .....	- 23 -
图表 62: 氧化铝生产成本构成 .....	- 24 -
图表 63: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨) .....	- 24 -
图表 64: 预焙阳极生产成本构成 .....	- 24 -
图表 65: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存) .....	- 24 -
图表 66: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存) .....	- 25 -
图表 67: 石油焦价格 (元/吨) .....	- 25 -
图表 68: 石油焦库存 (万吨) .....	- 26 -



图表 69: 国内石油焦产能利用率 (%)	- 26 -
图表 70: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)	- 26 -
图表 69: 铜矿 TC/RC	- 27 -
图表 70: 电解铜周度产量 (万吨)	- 27 -
图表 71: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	- 27 -
图表 72: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	- 28 -
图表 73: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)	- 28 -
图表 74: 电解铜社会库存变动 (万吨)	- 29 -
图表 75: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	- 29 -
图表 76: 电线电缆开工率 (%)	- 29 -
图表 77: 国产及进口锌精矿加工费对比	- 30 -
图表 78: 国产锌精矿分地区加工费	- 30 -
图表 79: 国内锌七地库存 (万吨)	- 31 -
图表 80: LME 锌库存变动趋势 (吨)	- 31 -
图表 81: 镀锌开工率 (%)	- 31 -
图表 82: 镀锌原料库存 (吨)	- 31 -
图表 83: 压铸锌开工率 (%)	- 31 -
图表 84: 压铸锌原料库存 (吨)	- 31 -
图表 85: 氧化锌开工率 (%)	- 31 -
图表 86: 氧化锌原料库存 (吨)	- 31 -
图表 87: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨)	- 32 -
图表 88: 本周库存波动对比 (万吨)	- 32 -
图表 89: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)	- 33 -
图表 90: 五大品种周度产量合计 (万吨)	- 33 -
图表 91: 历年五大品种社库波动 (万吨)	- 33 -
图表 92: 历年五大品种厂库波动 (万吨)	- 33 -
图表 93: 五大品种总表观消费量 (万吨)	- 33 -
图表 94: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)	- 33 -
图表 95: 钢铁主要生产要素价格一览	- 34 -
图表 96: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)	- 34 -
图表 97: 中国铁矿石到港量 (万吨)	- 34 -
图表 98: 进口矿港口库存 (万吨)	- 35 -
图表 99: 进口矿钢厂库存 (万吨)	- 35 -
图表 100: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 35 -
图表 101: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 35 -

图表 102: 螺纹钢毛利变化 (元/吨) ..... - 35 -

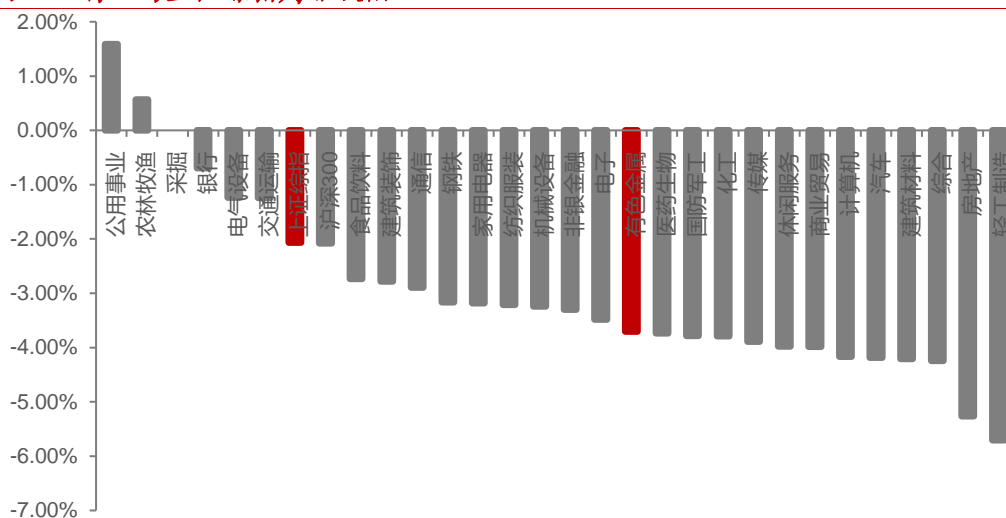
图表 103: 中厚板毛利变化 (元/吨) ..... - 35 -

## 1. 行情回顾

### 1.1 股市行情回顾：美股整体回升、A股整体回落

- 周内，美股三大指数整体回升（道指↓2.33%，纳斯达克↑1.41%，标普↑0.03%）。
- 本周 A 股整体回落：上证指数收于 3,088.87 点，环比下跌 2.07%；深证成指收于 9,424.58 点，环比下跌 2.93%；沪深 300 收于 3,601.48 点，环比下跌 2.08%；申万有色金属指数收于 4,623.18 点，环比下跌 3.70%，跑输上证综指 1.64 个百分点。

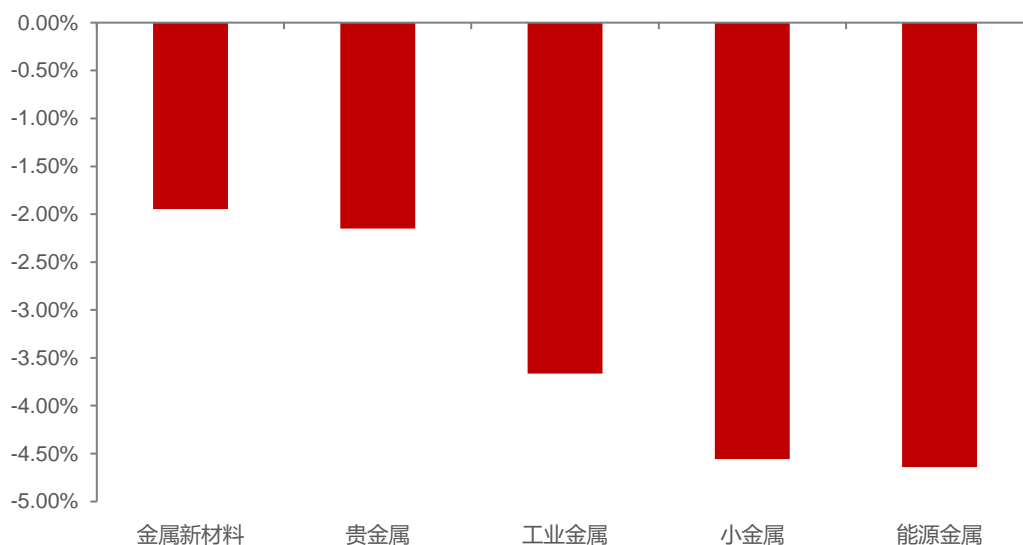
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，金属新材料、贵金属、工业金属、小金属、能源金属的涨跌幅分别为 0.55%、-0.64%、-2.34%、-2.51%、-3.56%。

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	2024.05.24 收盘价	2024.05.17 收盘价	周涨跌幅
300057.SZ	万顺新材	5.50	4.77	15.3%
688456.SH	有研新材	34.43	30.13	14.3%
601137.SH	博威合金	18.60	17.43	6.7%
000933.SZ	神火股份	23.38	22.52	3.8%
000426.SZ	兴业矿业	14.20	13.79	3.0%
002155.SZ	湖南黄金	18.11	17.71	2.3%
002532.SZ	天山铝业	7.99	7.93	0.8%
300811.SZ	铂科新材	53.70	53.45	0.5%
000603.SZ	盛达资源	13.90	13.87	0.2%
000831.SZ	五矿稀土	28.35	28.50	-0.5%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 周内有色金属领跌个股

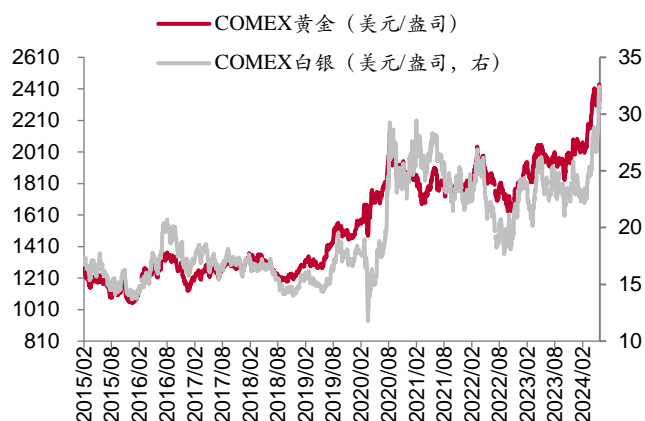
证券代码	证券名称	2024.05.24 收盘价	2024.05.17 收盘价	周涨跌幅
600711.SH	盛屯矿业	4.21	5.18	-18.7%
688388.SH	嘉元科技	12.27	14.47	-15.2%
600490.SH	鹏欣资源	3.17	3.55	-10.7%
000657.SZ	中钨高新	11.10	12.22	-9.2%
002645.SZ	华宏科技	8.78	9.64	-8.9%
002171.SZ	楚江新材	7.30	7.95	-8.2%
002240.SZ	盛新锂能	16.40	17.83	-8.0%
601677.SH	明泰铝业	12.42	13.43	-7.5%
600961.SH	株冶集团	10.16	10.89	-6.7%
600114.SH	东睦股份	13.89	14.77	-6.0%

来源: wind, 中泰证券研究所

### 1.2 贵金属: 美联储释放“鹰派”信号, 价格回落

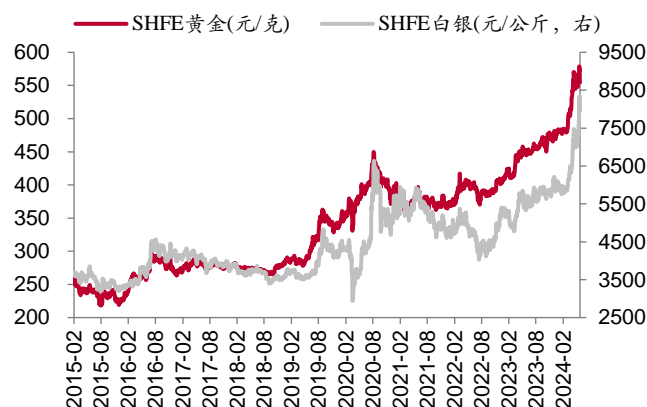
- 周内, 美联储公布 FOMC 会议纪要显示鹰派, 美联储更倾向将利率维持高位, 市场降息情绪再受打压, 贵金属价格回落。截至 5 月 24 日, COMEX 黄金收于 2334.50 美元/盎司, 环比下跌 3.43%; COMEX 白银收于 30.50 美元/盎司, 环比下跌 2.43%; SHFE 黄金收于 554.48 元/克, 环比下跌 1.84%; SHFE 白银收于 7994 元/千克, 环比上涨 4.51%。

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: 基本金属价格整体承压

- 周内, 美联储释放鹰派信号, FOMC 纪要显示将继续保持高利率的观望状态应持续更久, 市场预期降息或将再次推迟, 美元指数回升, 基本金属价格整体承压。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为-3.6%、1.4%、0.1%、0.5%、-3.2%、-3.7%。

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	10334	6082	-3.6%	5.9%	69.9%	90.6%
	SHFE	84050	48020	-0.2%	19.4%	75.0%	
铝	LME	2658	1794	1.4%	-5.5%	48.2%	50.9%
	SHFE	20855	14100	-0.7%	2.3%	47.9%	
铅	LME	2305	1988	0.1%	0.6%	15.9%	57.6%
	SHFE	18490	14850	-1.1%	20.8%	24.5%	
锌	LME	3059	2373	0.5%	-13.5%	28.9%	52.4%
	SHFE	24725	18160	3.5%	2.5%	36.2%	
锡	LME	33200	17200	-3.2%	-14.8%	93.0%	55.9%
	SHFE	273100	137340	-1.4%	-7.8%	98.8%	
镍	LME	20310	13375	-3.7%	-1.9%	51.9%	29.8%
	SHFE	152780	105850	-0.4%	0.5%	44.3%	

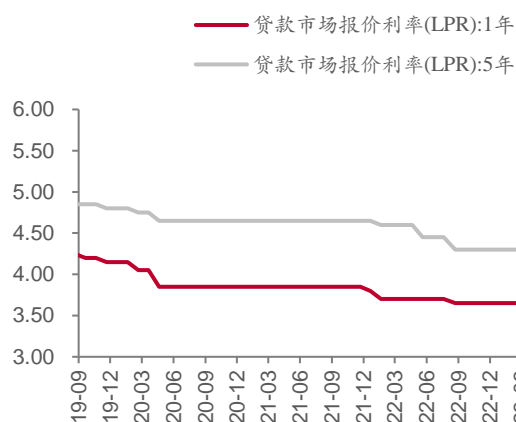
来源: wind, 中泰证券研究所, 注: LME 金属单位为美元/吨, SHFE 金属单位为元/吨。

## 2.宏观“三因素”运行跟踪: 复苏周期仍在延续

### 2.1 中国因素: 经济复苏动能有望进一步提升

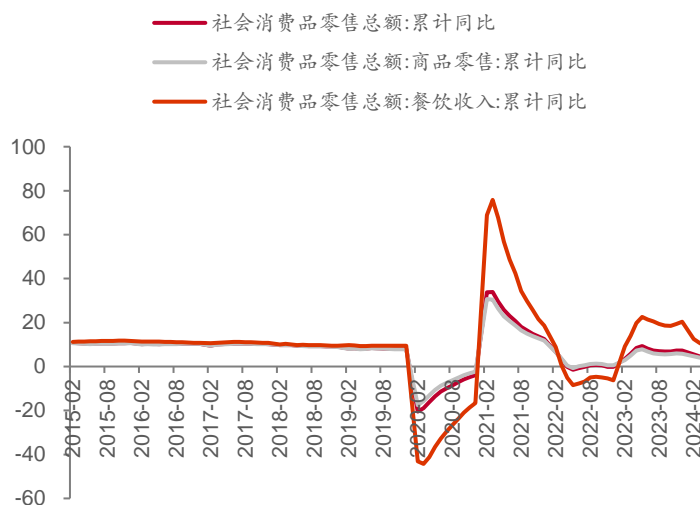
- 国内 1 年期与 5 年期 LPR 环比持平。国内 1 年期贷款市场报价利率 (LPR) 为 3.45% (前值 3.45%), 5 年期贷款市场报价利率为 3.95% (前值 3.95%)。

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: 国内社会消费品零售总额累计同比 (%)

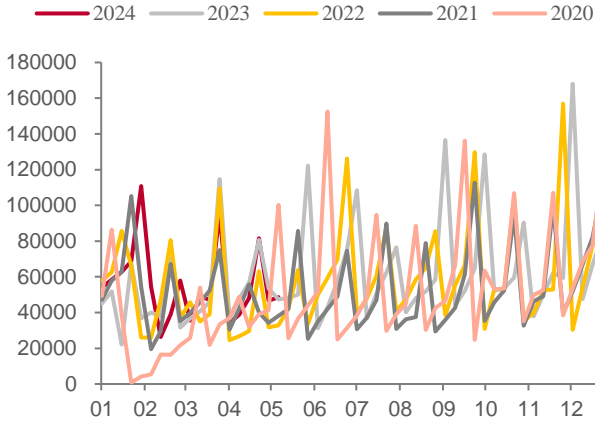


来源: Wind, 中泰证券研究所

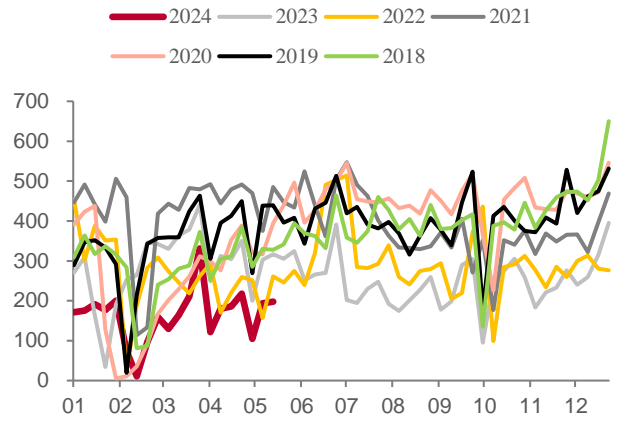
- 国内高频数据跟踪: 汽车消费回升、地产数据回升、出口超预期  
 消费端: 汽车消费回升, 周内乘用车日均销量 48,658 辆, 环比+4.45%;  
 投资端: 地产数据回升, 本周国内 30 大中城市商品房成交面积 197.63 万平方米, 环比+1.86%; 生产端: 周内石油沥青开工率为 26.5%, 环比+0.8pcts, 高炉开工率为 81.52%, 环比持平; 出口端: 美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值为 50.9, 环比+0.9, 4 月国内出口金额当月同比 1.5% (前值-7.5%, 预期 0.4%), 出口景气度略有回升。

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)



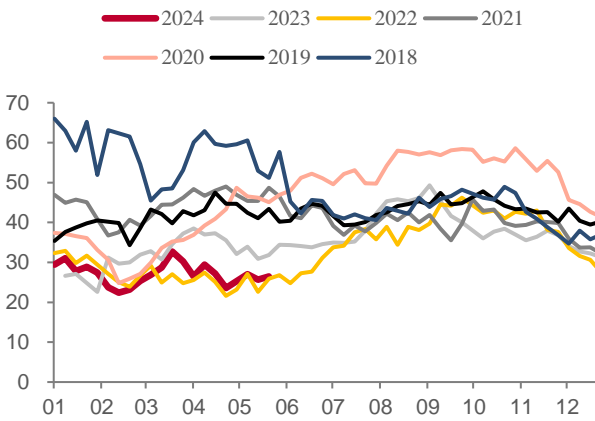
来源: Wind, 中泰证券研究所



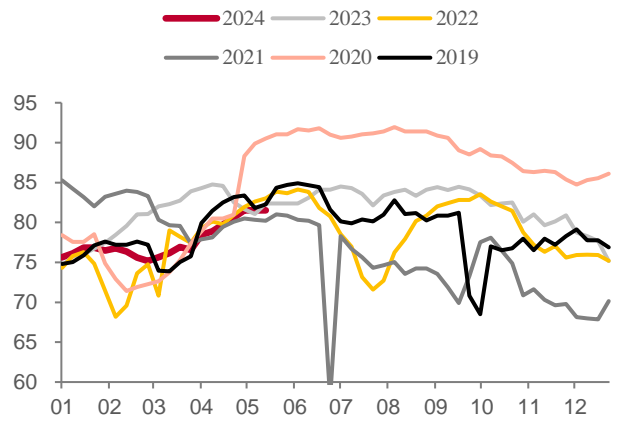
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 12: 国内石油沥青装置开工率 (%)**

**图表 13: 国内高炉开工率 (%)**



来源: Wind, 中泰证券研究所



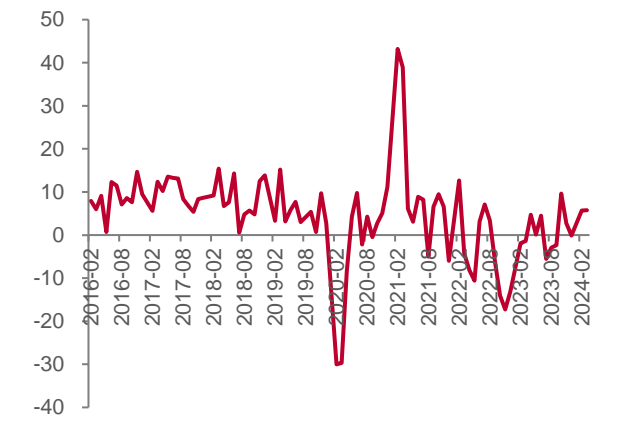
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 14: 美国:Markit 制造业 PMI:季调**

**图表 15: 国内出口金额当月同比 (%)**



来源: Wind, 中泰证券研究所



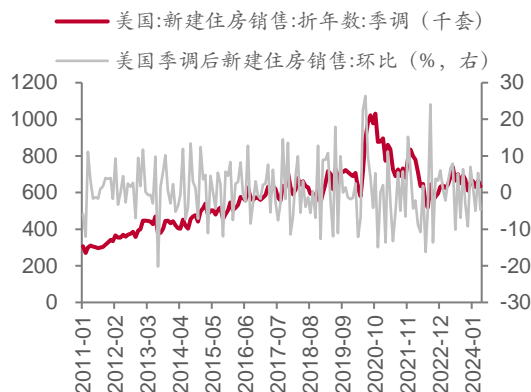
来源: Wind, 中泰证券研究所

**2.2 美国因素: 5月 Markit PMI 初值回升**

- 美国 5 月 Markit PMI 初值回升。** 本周披露美国 5 月 Markit 制造业 PMI（初值）为 50.9（前值 50.0），服务业 PMI（初值）为 54.8（前值 51.3）；4 月新屋销售季调折年数为 63.4 万套（前值 66.5 万套，预期 68.0 万套），环比为-4.66%（前值 5.39%）。

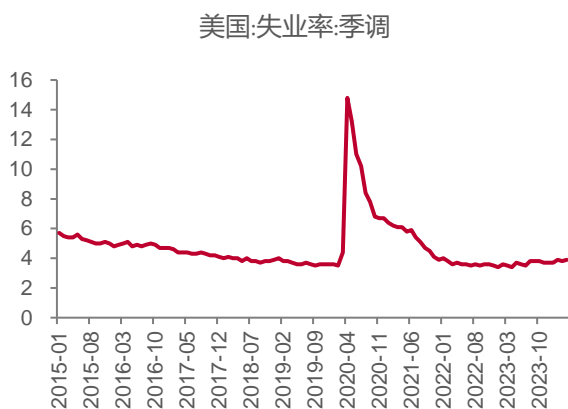
**图表 16: 美国 Markit PMI**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 17: 美国新屋销售及环比**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 美国当周初请失业金就业人数有所回落。** 本周披露美国当周初请失业金人数季调为 21.5 万人（前值 22.3 万人，预期 22.0）。

**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 (万人)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 美联储公布 5 月 FOMC 会议纪要。** 美联储会议纪要显示，决策者担心通胀下降进展不足，认为需要花更多时间才会有信心降息，暗示继续保持高利率的观望状态应持续更久，多名决策者有意一旦通胀风险重燃就进一步加息。

**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	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2024/6/12		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.1%	0.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	88.9%	0.8%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	44.9%	50.2%	0.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	14.3%	46.2%	38.1%	0.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.6%	8.0%	31.0%	41.9%	18.3%	0.2%
2025/1/29	0.0%	0.2%	3.1%	15.7%	34.6%	34.1%	12.3%	0.1%
2025/3/19	0.1%	1.5%	8.7%	24.2%	34.4%	24.3%	6.8%	0.1%
2025/4/30	0.5%	3.7%	13.5%	27.4%	31.2%	18.8%	4.7%	0.0%

来源：CME，中泰证券研究所，注：截至 2024 年 05 月 25 日



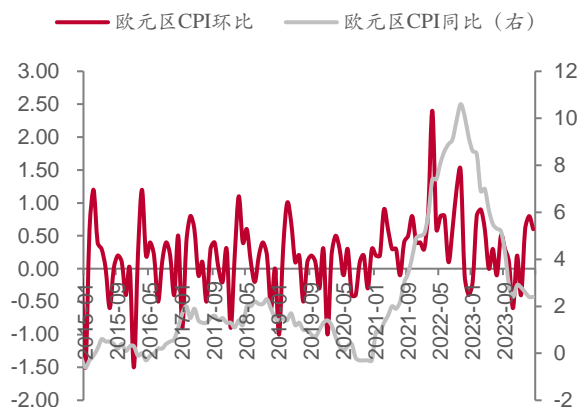
来源：Wind，中泰证券研究所

### 2.3 欧洲因素：欧元区 5 月制造业 PMI 超预期回升

- 欧元区 5 月制造业 PMI 初值超预期回升。** 本周披露欧元区 3 月商品出口金额当月同比为-9.2%（前值 0.1%），进口金额当月同比为-12.0（前值-8.3%）；3 月欧元区营建产出同比为 0.1%（前值-1.8%）季调环比为 0.1%（前值 0.4%）；5 月欧元区制造业 PMI 初值 47.4（前值 45.7，预期 46.6），服务业 PMI 初值为 53.3（前值 53.3，预期 53.5）。

**图表 22：欧元区制造业与服务 PMI**
**图表 23：欧元区 CPI 同比及环比 (%)**


来源：Wind，中泰证券研究所



来源：Wind，中泰证券研究所

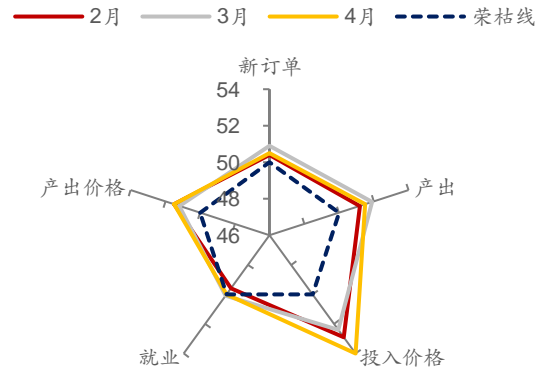
### 2.4 全球因素：四月全球制造业 PMI 回落

- 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	52.0	52.0	51.5	51.1	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	48.6	49.3	49.3	48.9	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

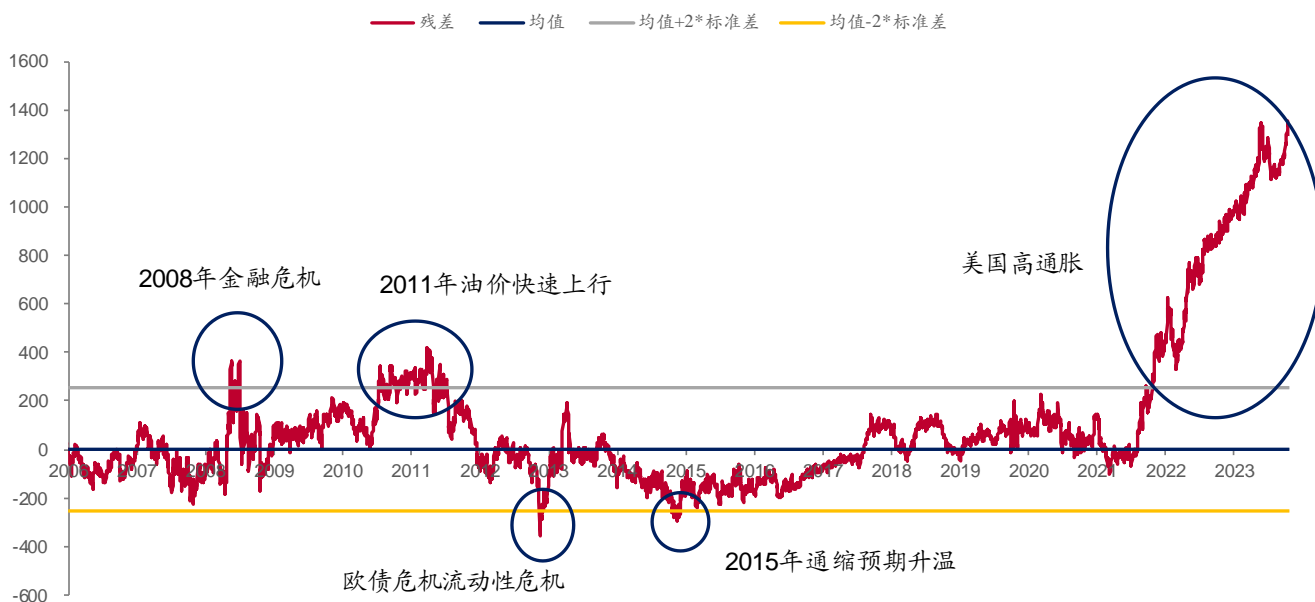
### 3. 贵金属: 大周期上行趋势不变

#### 3.1 美联储放鹰, 贵金属价格承压

- 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。



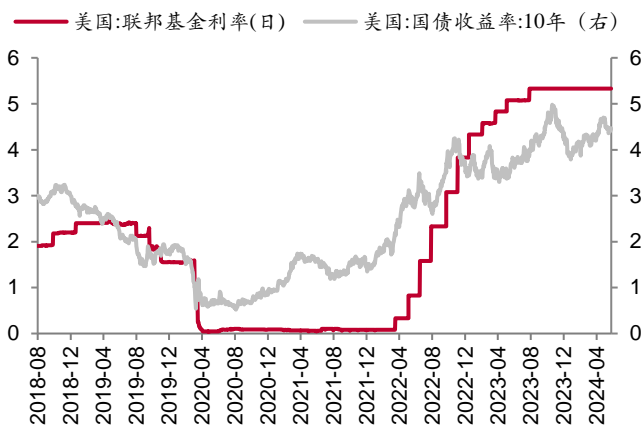
**图表 27: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

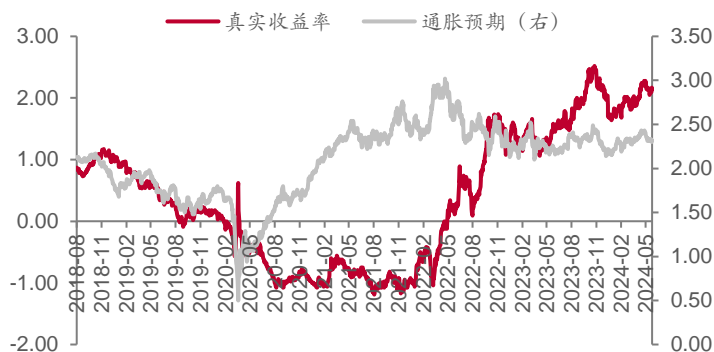
- 截至5月24日, 本周美国10年期国债名义收益率隐含通胀预期持平至2.32%, 10年期国债实际收益率环比回升至2.14%; 截至5月24日, COMEX黄金收于2334.50美元/盎司, 环比下跌3.43%; COMEX白银收于30.50美元/盎司, 环比下跌2.43%; SHFE黄金收于554.48元/克, 环比下跌1.84%; SHFE白银收于7994元/千克, 环比上涨4.51%。

**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

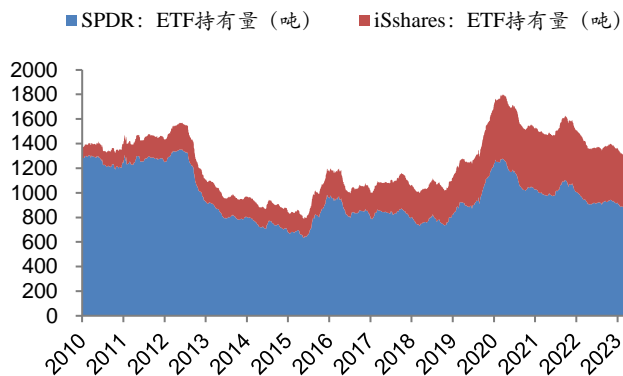


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 3.2 黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 非商业多头持仓提升

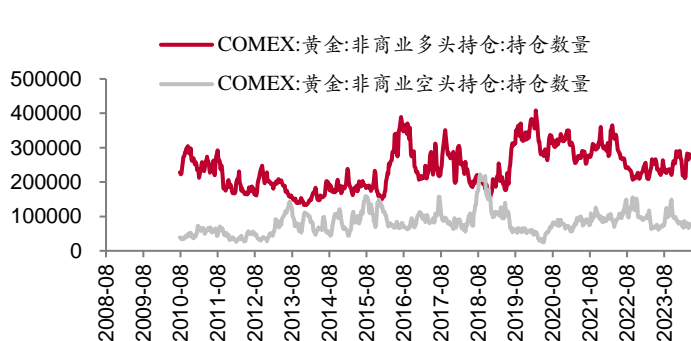
- **黄金 ETF 持仓环比减少, COMEX 净多头结构延续。**截至 5 月 24 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,213.67 吨, 环比减少 6.86 吨。截至 5 月 21 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回升至 30.07 万张附近 (前值 27.76 万张), 同时非商业空头持仓回落至 7.09 万张附近 (前值 7.31 万张附近), 净多头持仓量回升至 22.98 万张 (前值 20.45 万张)。国内央行连续 18 个月增持黄金, 同时全球央行购金速度维持高位。

图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

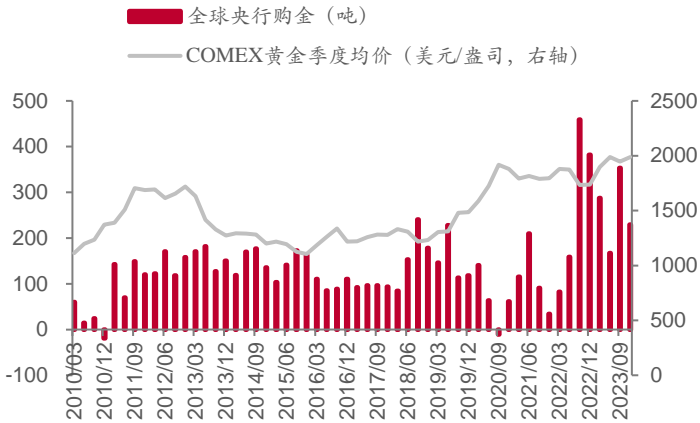
图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)



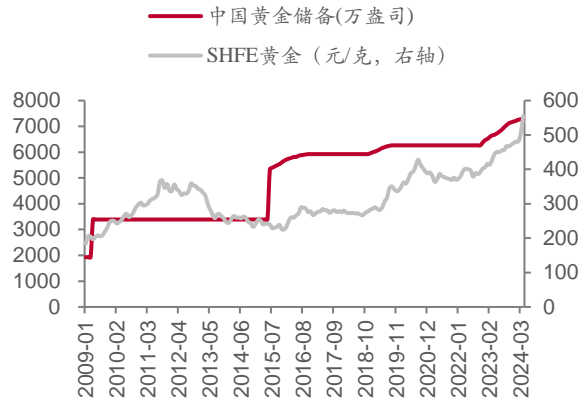
来源: Wind, 中泰证券研究所

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

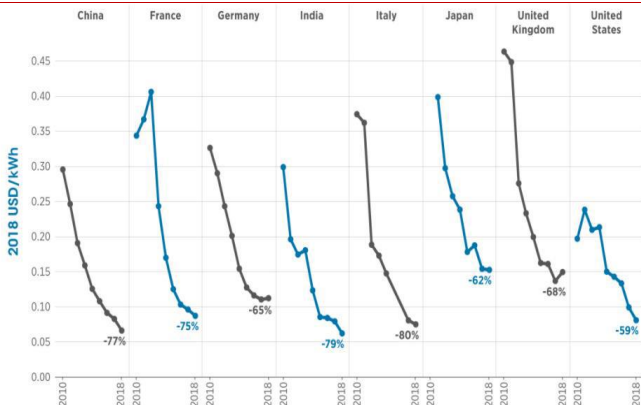


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 3.3 金银比延续修复趋势

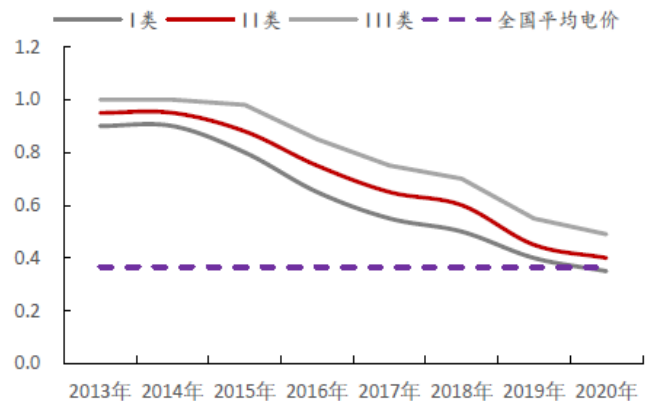
- **能源转型已经成为全球共识，光伏产业趋势逐渐确立。**2020年9月14日BP发布《世界能源展望（2020版）》预测能源转型加速、石油需求封顶；2020年9月17日欧盟发布的气候目标，将2030年可再生能源占比目标从32%以上提升至38%-40%；2020年9月21日GE宣布退出新增煤电市场；2020年9月22日中国宣布2060实现碳中和。由于新能源成本优势，全球能源转型加速，其中光伏也逐步从补充能源向主力能源转型，产业趋势确立。
- **随着光伏行业成本的不断下降，平价上网时代已临近，行业有望开启内生驱动下的高增。**在过去十年，伴随着政策补贴，光伏行业自身成本降低效果明显，表现为硅料、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 24 日，当前金银比 76.58，环比回落 4.37。

**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: 供需紧平衡格局难以改变

### 4.1 铝: 原料支撑价格高位

- **云南电解铝企业继续复产。**云南地区电解铝企业继续复产。目前除已有一部分企业恢复限电减产前的运行产能外, 仍有企业仍待继续复产。截至目前, 电解铝行业开工产能 4291.6 万吨, 较上周上升 6.5 万吨。
- **云南新增复产 6.5 万吨。**截至 2024 年 5 月 24 日, 2024 年中国电解铝总复产规模 161 万吨, 已复产 87.5 万吨, 待复产 73.5 万吨, 预期年内还可复产 69 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	34	2024/3	27	27	61

云南	云南神火铝业有限公司	36	36	2024/3	0	0	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	9.5	2024年二季度	7	7	16.5
	总计	161	87.5		73.5	69	156.5

资料来源：百川、中泰证券研究所

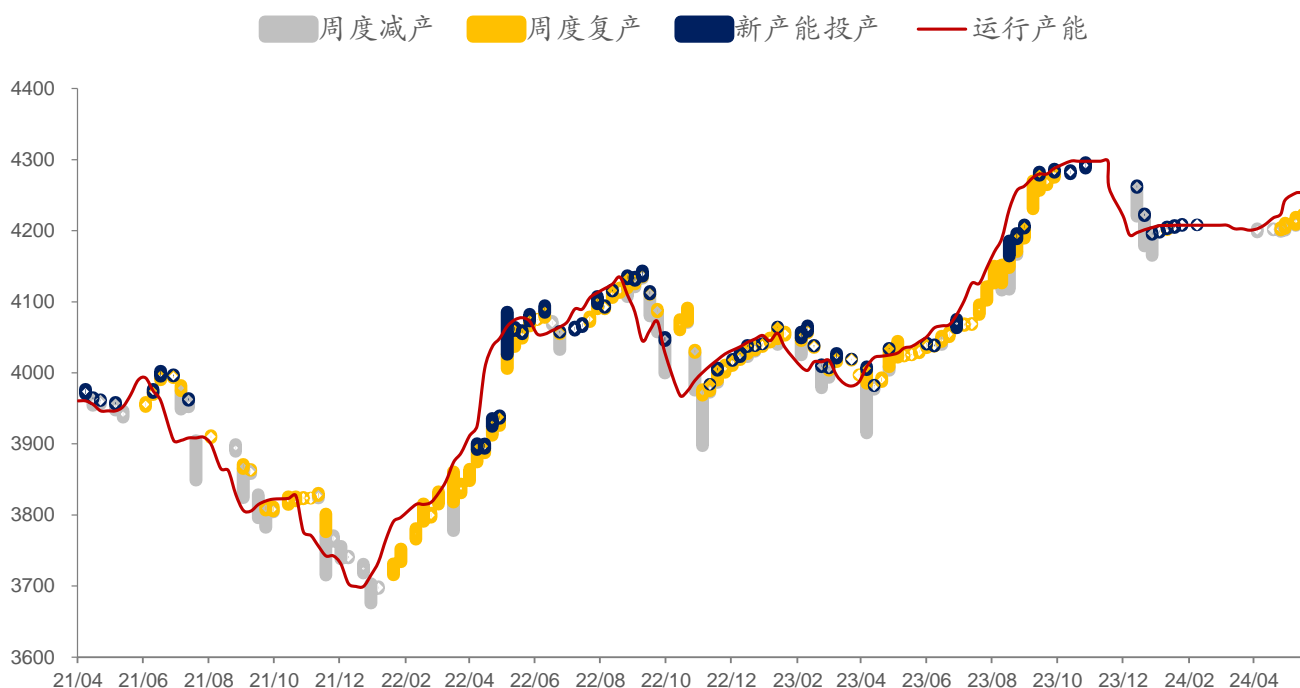
- **无新增投产产能。**截至2024年5月24日，2024年中国电解铝已建成且待投产的新产能298万吨，已投产0万吨，待开工新产能125万吨，预期年内还可投产共计125万吨，预期年度最终实现累计125万吨。

**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
内蒙古	内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司扎哈淖尔分公司	35		2024年末			
内蒙古	内蒙古华云新材料有限公司	42	0	2024/3	0	42	42
青海	中国铝业股份有限公司青海分公司	10		2024年年末			
新疆	新疆农六师铝业有限公司准东项目	55	0	2024年三季度	0	20	20
云南	云南宏泰新型材料有限公司	53	0	2024年二季度	0	53	53
云南	云南宏合新型材料有限公司	93	0	待定	0		
	总计	298	0		0	125	125

资料来源：百川、中泰证券研究所

- **电解铝运行产能增加。**截止2024年5月24日，国内电解铝运行产能达4291.60万吨。

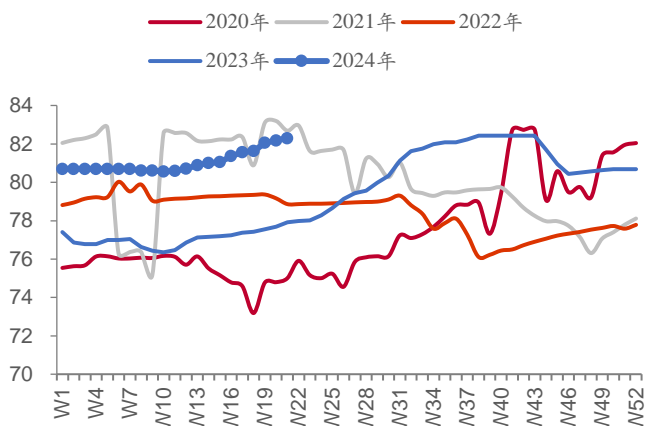
**图表 44：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）**


来源：百川、中泰证券研究所



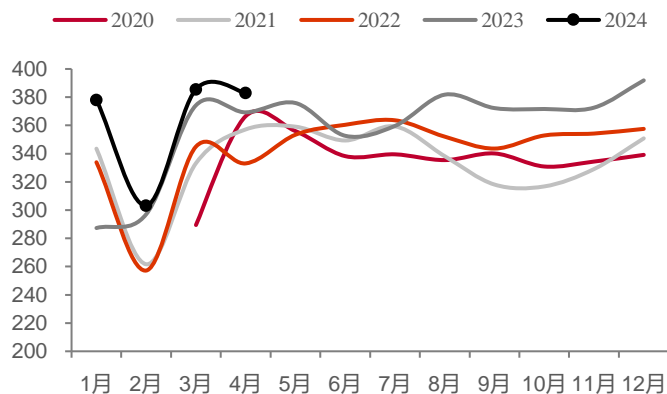
■ **供应量上升。**根据百川，本周电解铝产量 82.30 万吨，环比上升 0.15%。

图表 45: 电解铝周度产量 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

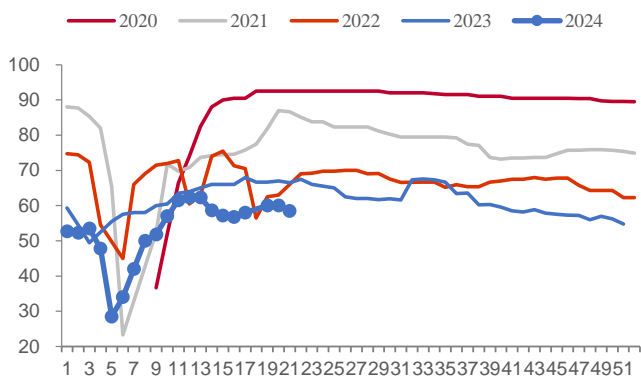
图表 46: 国内电解铝月度表观需求 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

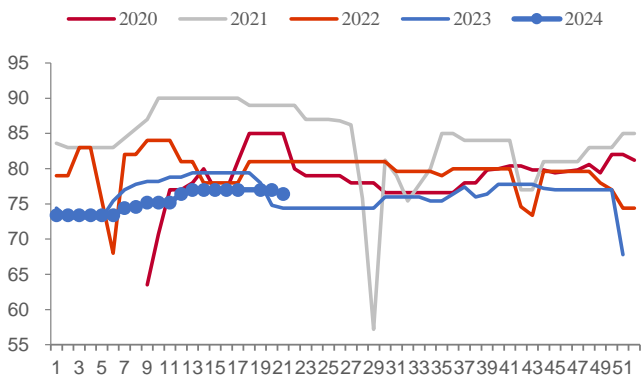
■ **铝加工板块开工率环比略有回降:**截止 2024 年 5 月 24 日, 铝加工企业平均开工率为 64.6%, 环比下降 0.3%。本周国内铝型材龙头企业开工率较上周下滑 1.50 个百分点至 58.50%。主要系铝价冲破 2.1 万后下游畏高情绪又起, 叠加临近月底, 订单存量减少, 部分企业开工率下滑。

图表 47: 铝型材开工率 (%)



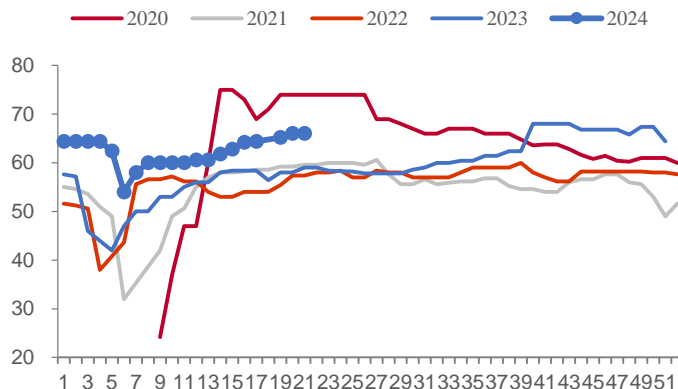
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 49: 铝板带开工率 (万吨)



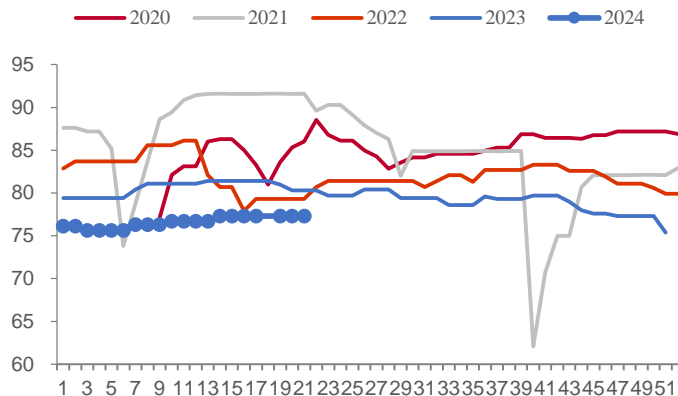
来源: 百川, 中泰证券研究所

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 (%)

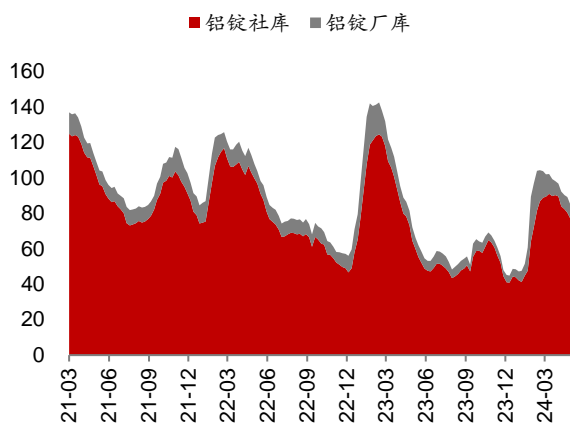


来源: 百川, 中泰证券研究所

■ **铝棒到货集中:**2024 年 5 月 24 日, 根据钢联统计, 国内铝锭库存 84.3

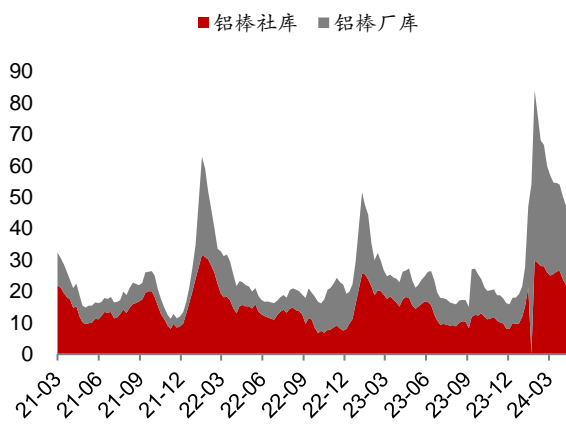
万吨，环比下降0.5万吨；国内铝棒库存44.01万吨，环比下降2.24万吨；国内铝锭+铝棒库存128.31万吨，环比下降2.74万吨。海外方面，截至5月24日，LME铝库存112.47万吨，环比上升3.14万吨。

**图表 51: 国内铝锭总库存走势 (万吨)**



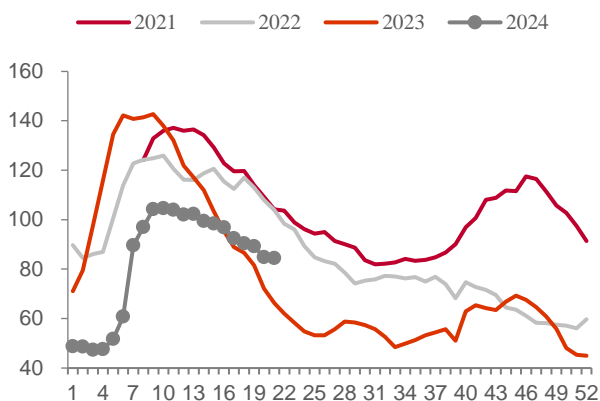
来源: 钢联, 中泰证券研究所

**图表 52: 国内铝棒总库存走势 (万吨)**



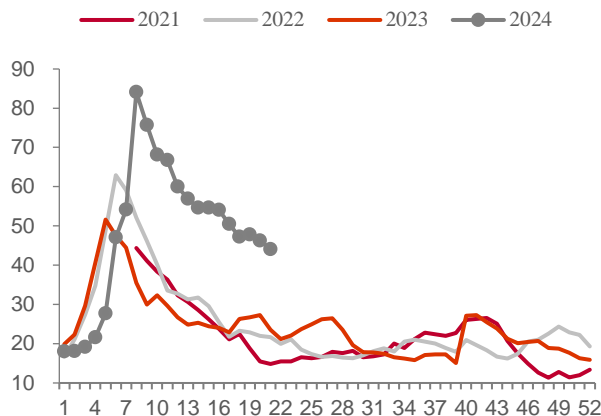
来源: 钢联, 中泰证券研究所

**图表 53: 国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)**



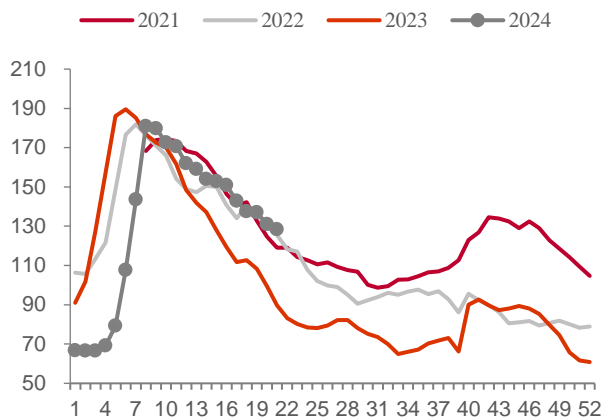
来源: 钢联, 中泰证券研究所

**图表 54: 国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)**



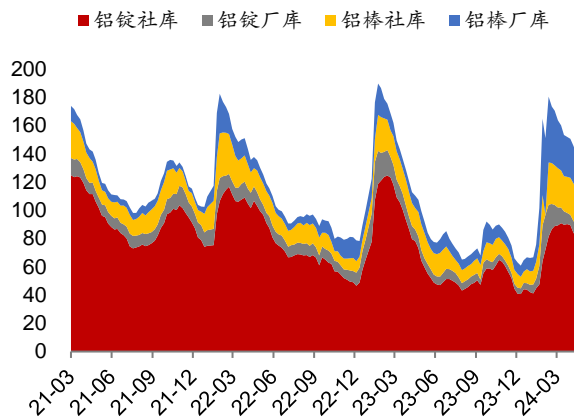
来源: 钢联, 中泰证券研究所

**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

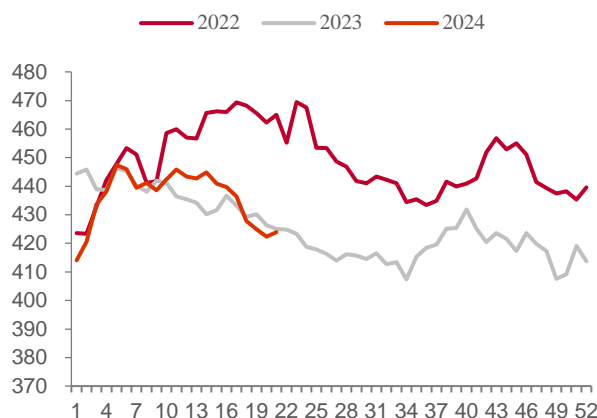
- **氧化铝紧平衡格局延续，现货价格偏强震荡：**2024年5月24日，根据钢联统计，氧化铝建成产能10210万吨，环比持平；运行产能8440万吨，环比降低220万吨；库存从上周422.4万吨增长至423.9万吨，环比上升0.36%。

图表 58: 氧化铝运行产能 (万吨)



来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 59: 氧化铝库存 (万吨)



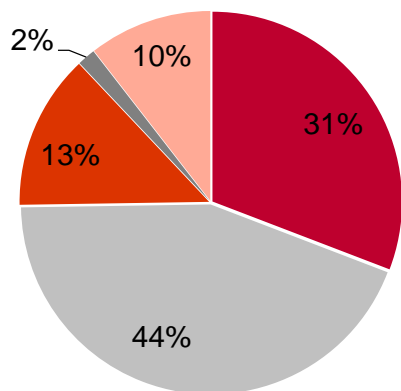
来源: 钢联, 中泰证券研究所

- **即时盈利回落。**截至5月24日，氧化铝价格3853元/吨，与上周相比环比增长3.71%，氧化铝成本3029元/吨，环比保持不变，吨毛利786元/吨，环比上升14.57%。预焙阳极方面，周内均价4643元/吨，环比保持不变；考虑1个月原料库存影响，周内平均成本4769元/吨，周内平均吨毛利-127元/吨，环比上升0.86%；不考虑原料库存，预焙阳极周内平均成本4728元/吨，环比上升0.28%，周内平均吨毛利-85元/吨。除新疆外100%自备火电的电解铝企业，即时成本17590元/吨，环比上升2.19%，长江现货铝价20800元/吨，环比上升0.19%，吨铝盈利2131元，环比下降9.48%。具体走势如下：

图表 60: 电解铝的完全成本构成

图表 61: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)

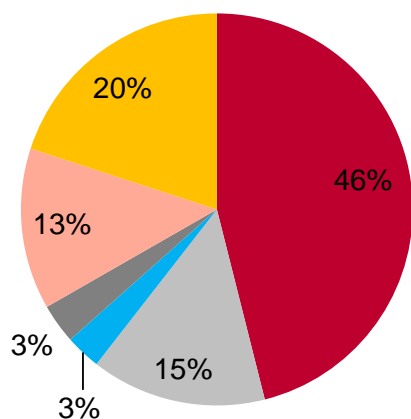
■ 电力 ■ 氧化铝 ■ 预焙阳极 ■ 辅料 ■ 其他成本



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 62: 氧化铝生产成本构成

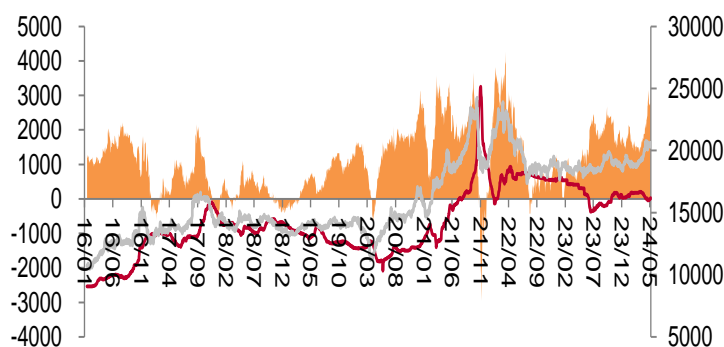
■ 铝土矿 ■ 液碱 ■ 石灰 ■ 电力 ■ 其他能源 ■ 其他成本



来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 64: 预焙阳极生产成本构成

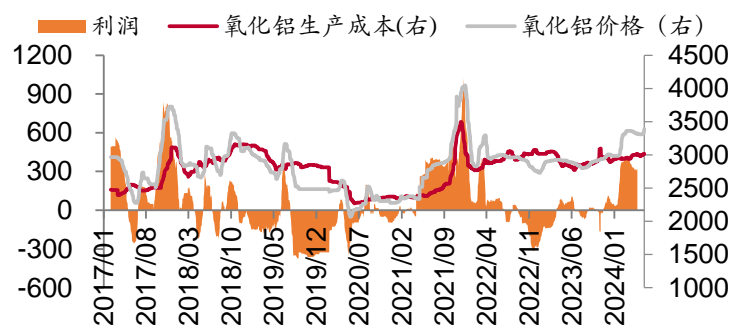
■ 利润 — 完全成本 (右轴) — 长江现货价格 (右轴)



来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

注: 测算对象为除新疆外 100%自备火电的电解铝企业的即时盈亏情况

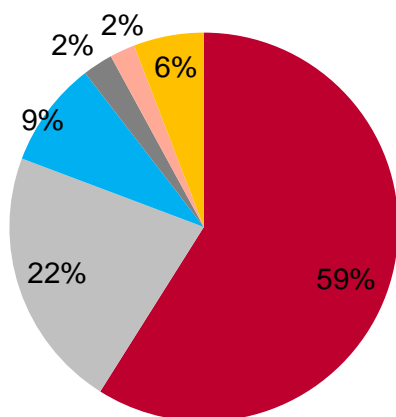
图表 63: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)



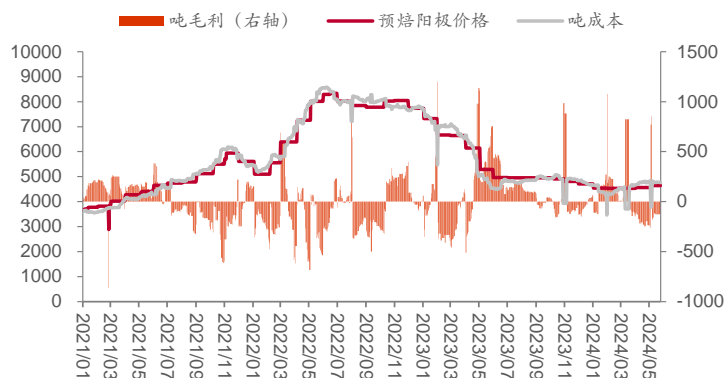
来源: WIND、亚洲金属网, 中泰证券研究所

图表 65: 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

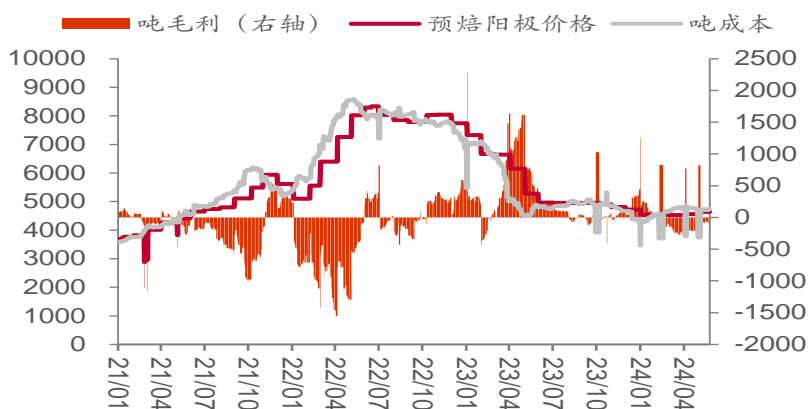


来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所



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

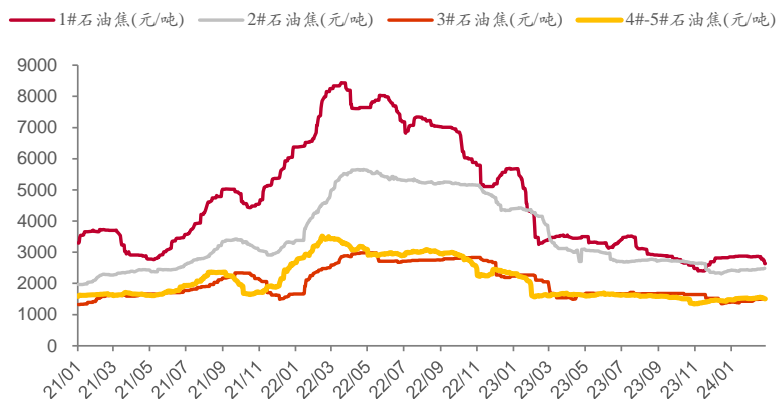
图表 66: 预焙阳极成本, 利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)



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

- **石油焦价格均有回落。**截止 5 月 24 日, 1#石油焦价格为 2632 元/吨, 周环比下降 3.7%, 同比下降 56.3%。2#石油焦价格 2311 元/吨, 周环比下降 0.2%, 同比下降 56.3%。3#石油焦价格为 2242 元/吨, 周环比下降 0.6%, 同比下降 49.6%。4#-5#石油焦价格为 1506 元/吨, 周环比下降 0.7%, 同比下降 45.7%。

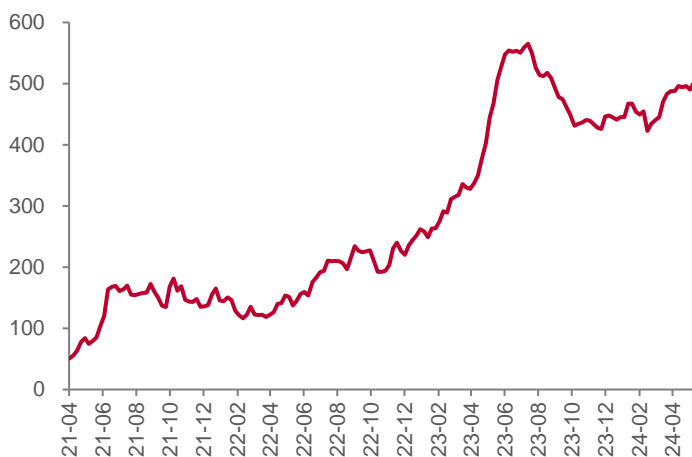
图表 67: 石油焦价格 (元/吨)



来源：Wind、中泰证券研究所

- **石油焦库存减少。**截至5月24日，石油焦库存总量473.5万吨，环比下降0.04%，同比下降14.55%。

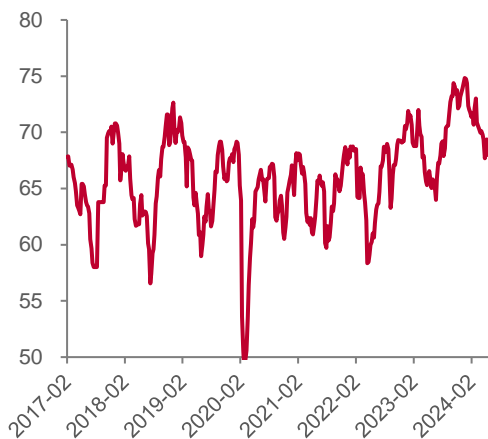
**图表 68：石油焦库存（万吨）**



来源：钢联、中泰证券研究所

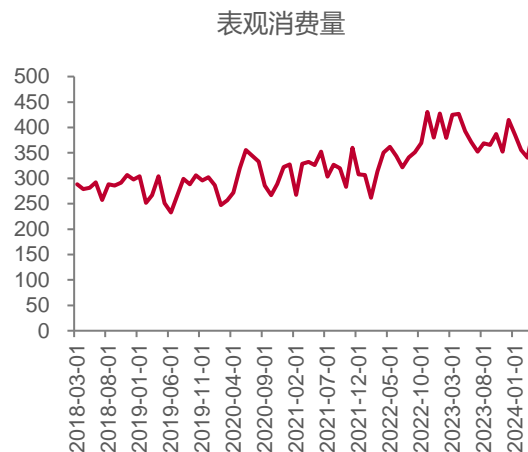
- **石油焦开工率暂缓。**截止5月24日，国内石油焦开工率67.69%，环比下降0.43%。国内石油焦4月表观消费量401.86万吨，环比下降6%，同比上升18%。

**图表 69：国内石油焦产能利用率（%）**



来源：钢联、中泰证券研究所

**图表 70：国内石油焦月度表观消费量（万吨）**



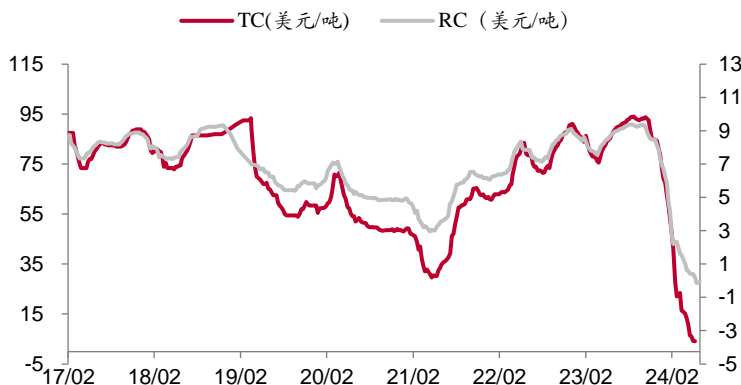
来源：钢联、中泰证券研究所



4.2 铜：铜价冲高回落，国内累库依旧

- 卖方报盘和成交活跃度增加。5月24日SMM进口铜精矿指数（周）报-0.65美元/吨，较上一期的-1.08美元/吨上涨0.43美元/吨。20%品位内贸矿计价系数相应上升至91.5%-93.5%。本周铜精矿现货市场卖方报盘相对活跃，包括贸易商的报盘量和矿山的招标量。

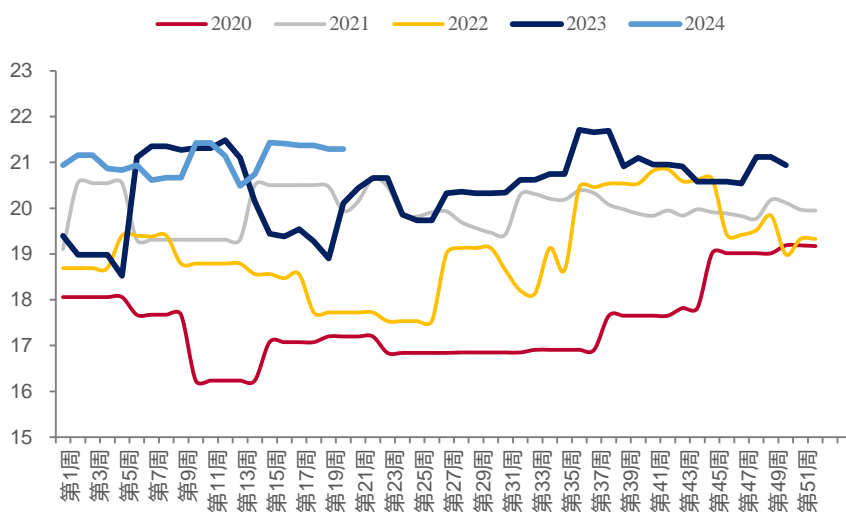
图表 71：铜矿 TC/RC



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21.29万吨，环比保持不变

图表 72：电解铜周度产量（万吨）



来源：百川，中泰证券研究所

- 行业装置动态：截止2024年5月24日，粗炼产能总量达596万吨，环比保持不变；精炼产能达635万吨。

图表 73：中国铜冶炼行业装置动态（单位：万吨）

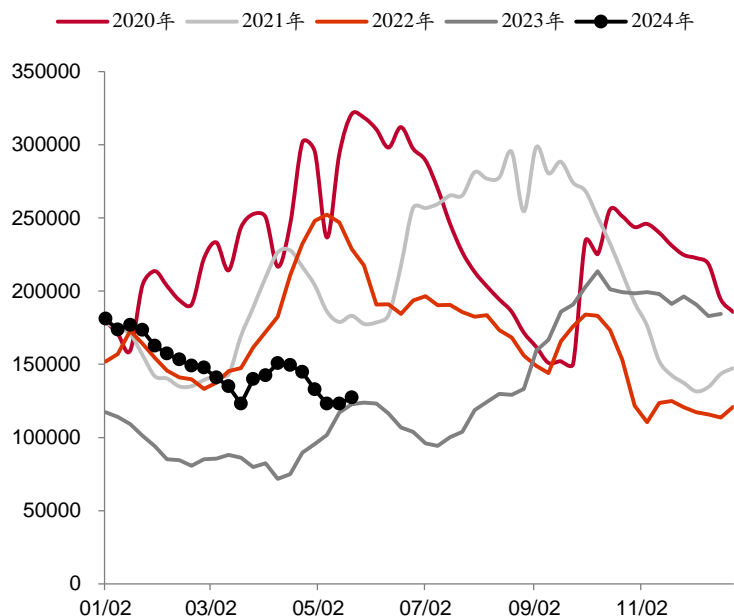
公司名称	粗炼产能	精炼产能	开始时间	结束时间	检修环节	备注
葫芦岛宏跃北方铜业	10	15	2024年1月	2024年2月	粗炼	18天
广西南国铜业有限责任公司(一期)	30	30	2023年11月	不详	粗炼	
赤峰富邦铜业有限责任公司	6	0	2024年3月	2024年6月	粗炼	90天
青海铜业责任有限公司	10	15	2024年4月	2024年5月	粗炼	30天
阳新弘盛铜业有限公司	40	40	2024年4月初	2024年5月初	粗炼	30天
中原黄金冶炼厂	35	40	2024年3月20日	2024年4月25日	粗炼	35-40天
五矿铜业(湖南)有限公司	10	10	2024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24日，国内社会库存51.49万吨，环比升1.38万吨。**海外库存(期货)方面**，截止5月24日，LME+COMEX铜库存量12.71万吨，环比降0.42万吨。

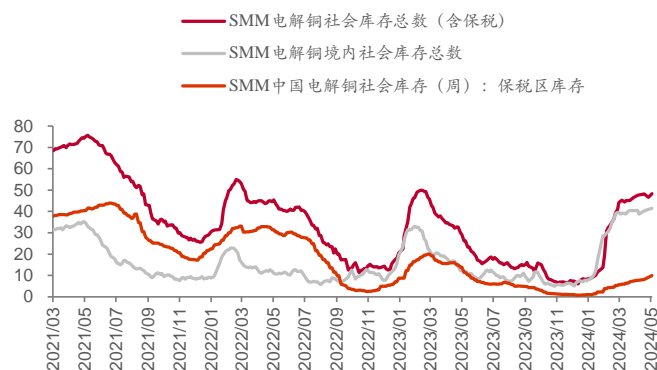
图表 74: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)

图表 75: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)



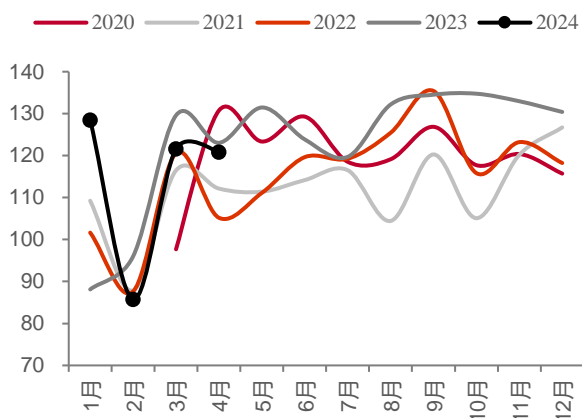
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 75：电解铜月度表观消费变动（万吨）



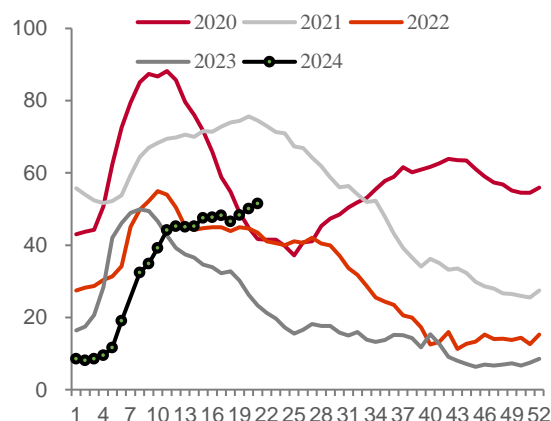
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 76：电解铜社会库存变动（万吨）



来源：SMM，中泰证券研究所

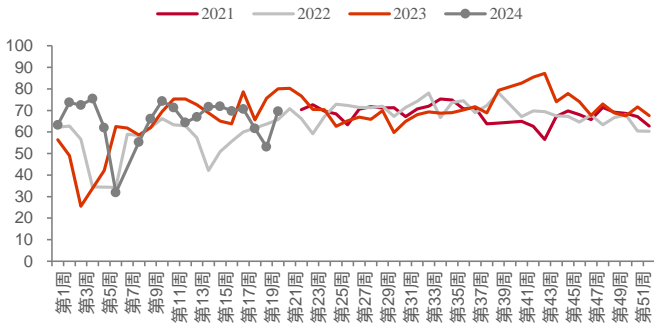
图表 77：铜精铜制杆企业周度开工率（%）



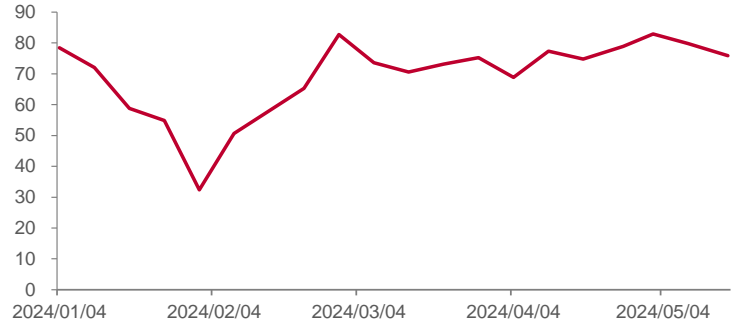
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 78：电线电缆开工率（%）

■ 铜价冲至历史新高，精铜杆开工率超预期下滑。五一假期结束，精铜杆开工率恢复。本周国内主要精铜杆企业周度开工率下降，录得 64.46%，环比下降 5.20 个百分点。本周铜价创下历史新高，消费整体受抑，仅在铜价大幅下调时有所回暖，在铜价的剧烈波动下，精铜杆下游长单客户出现违约，散单客户同样提货疲软，进一步加大精铜杆企业的压力，周内多家精铜杆企业停产减产以降低库存。



来源：SMM，中泰证券研究所

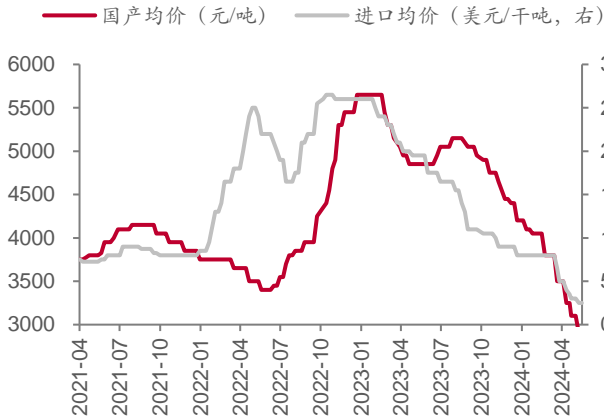


来源：SMM，中泰证券研究所

### 4.3 锌：供需双弱，内外盘高位震荡

- 本周进入 6 月加工费谈判阶段，市场预期来看，6 月加工费或延续下调走势，目前国内矿端偏紧格局未改，连云港和防城港港口库存仍较低，市场流通的进口矿现货仍较少，并且由于锌价近期涨至一年多高位，或对加工费下调产生的亏损有所弥补，国内冶炼厂生产热情仍存，原料需求依旧旺盛。

图表 79：国产及进口锌精矿加工费对比



来源：SMM，中泰证券研究所

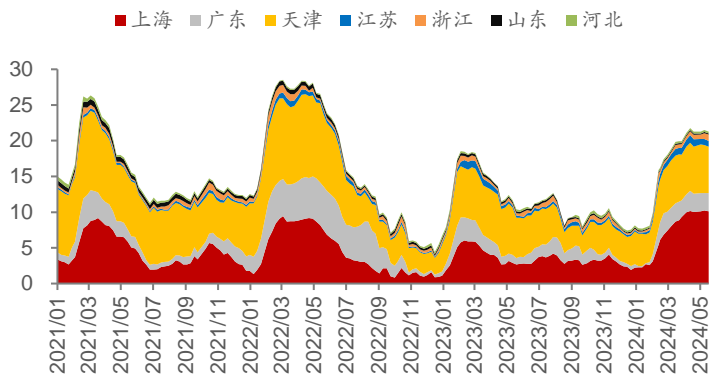
图表 80：国产锌精矿分地区加工费

	2024/04/30	2024/05/10	2024/05/17	单位
国产(周)	3100	3100	2900	元/金属吨
进口(周)	30.0	30.0	25.0	美元/千吨
内蒙古	3200	3200	3200	元/金属吨
云南	3000	3000	2800	元/金属吨
湖南	3150	3150	2900	元/金属吨
广西	3150	3150	2900	元/金属吨
陕西	3000	3000	2800	元/金属吨
四川	3000	3000	2850	元/金属吨
甘肃	3100	3100	2900	元/金属吨

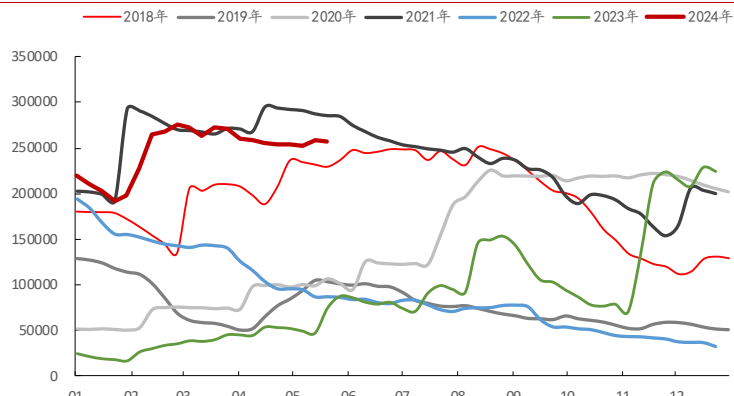
来源：SMM，中泰证券研究所

- 本周沪伦比值于 7.8 附近震荡，进口窗口持续关闭。本周锌价先涨后跌高位运行，周初市场看多情绪延续，内外盘锌价冲高至一年多高位，随后海外美联储接连放鹰，美元指数反弹伦锌高位调整，沪锌同样受外盘拉扯下行，叠加消费端偏弱拖累同样回调，周内沪伦比值变化不大。
- 库存变化：据 SMM 调研，截至本周四（5 月 23 日），SMM 七地锌锭库存总量为 21.29 万吨，较 5 月 16 日降低 0.21 万吨，较 5 月 20 日降低 0.29 万吨，国内库存录减。上海地区库存录减明显，周内上海国产到货正常，进口基无到货，以消化库存为主，叠加下游企业后点价带动去库明显；广东地区库存增加，周内仓库正常到货，然锌价高位影响下游采买点价，提货不多整体库存小幅录增；天津地区库存同样增加，周内天

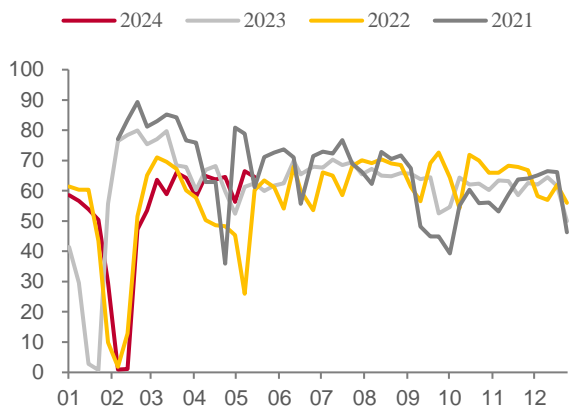
津仓库到货小幅增加，叠加锌价接连上涨打击下游接货情绪，整体库存录得增。整体来看，原三地库存降低0.20万吨，七地库存降低0.29万吨。LME 方面，本周伦锌库存有所回落，截至 5 月 24 日，伦锌库存量 257,225 吨，较上周减少 2150 吨。

**图表 81: 国内锌七地库存 (万吨)**


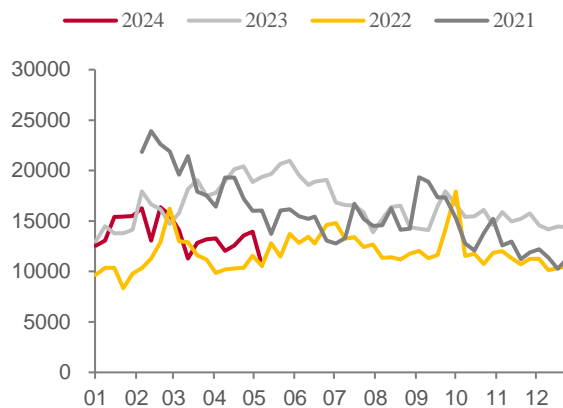
来源: SMM, 中泰证券研究所

**图表 82: LME 锌库存变动趋势 (吨)**


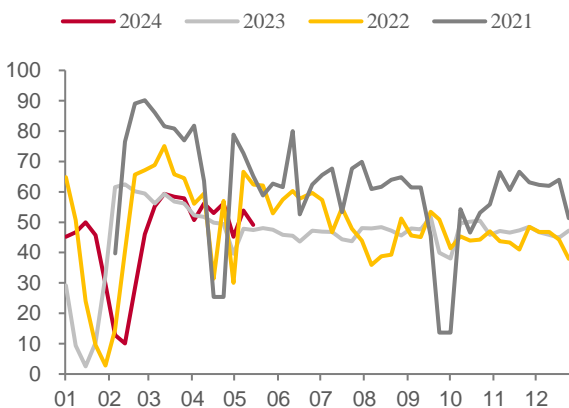
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 83: 镀锌开工率 (%)**


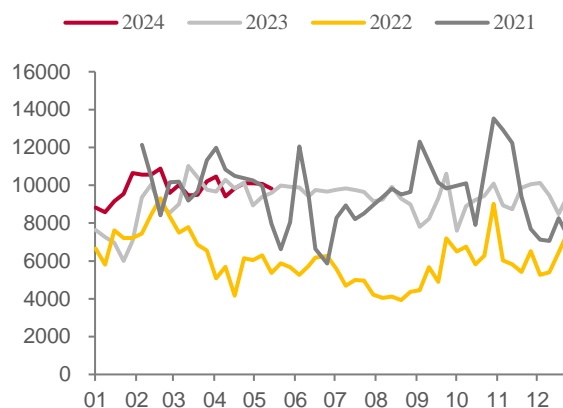
来源: SMM, 中泰证券研究所

**图表 84: 镀锌原料库存 (吨)**


来源: SMM, 中泰证券研究所

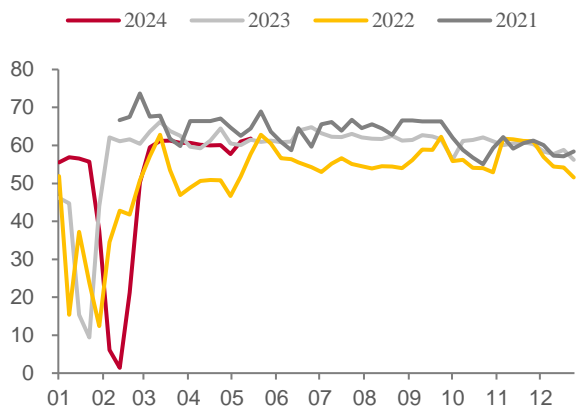
**图表 85: 压铸锌开工率 (%)**


来源: SMM, 中泰证券研究所

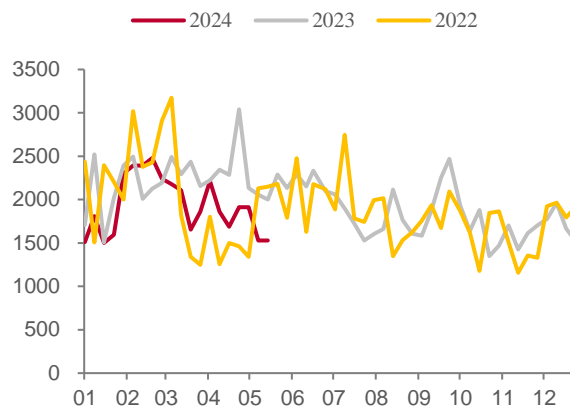
**图表 86: 压铸锌原料库存 (吨)**


来源: SMM, 中泰证券研究所

**图表 87: 氧化锌开工率 (%)**
**图表 88: 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: 库存去化速率放缓, 消费进入淡季

- **钢价小幅上升:** Myspic 综合钢价指数环比上周上升 0.85%, 其中长材上升 1.00%, 板材上升 0.65%。上海螺纹钢 3740 元/吨, 较上周上升 2.19%。上海热轧卷板 3870 元/吨, 较上周喜爱将 0.26%。

**图表 89: 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	142.93	141.73	0.85%	140.94	1.41%	139.57	2.41%
MySpic指数:长材	161.27	159.67	1.00%	158.14	1.98%	155.29	3.85%
MySpic指数:扁平	125.38	124.57	0.65%	124.49	0.71%	124.53	0.68%
上海螺纹钢	3740	3660	2.19%	3620	3.31%	3560	5.06%
期货收盘价(活跃合约)	3788	3716	1.94%	3641	4.04%	3466	9.29%
基差	-48	-56	8	-21	-27	94	-142
广州-沈阳价差	-10	-50	40	180	-190	110	-120
上海-沈阳价差	-140	-220	80	-50	-90	-250	110
上海热轧板卷	3870	3860	0.26%	3840	0.78%	3770	2.65%
基差	21	54	-33	63	-42	-5	26
锈钢 (201/2B卷板:2.0mm)	8975	8925	0.56%	8900	0.84%	9450	-5.03%
取向硅钢 (30Q120)	12150	12100	0.41%	11900	2.10%	18600	-34.68%
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

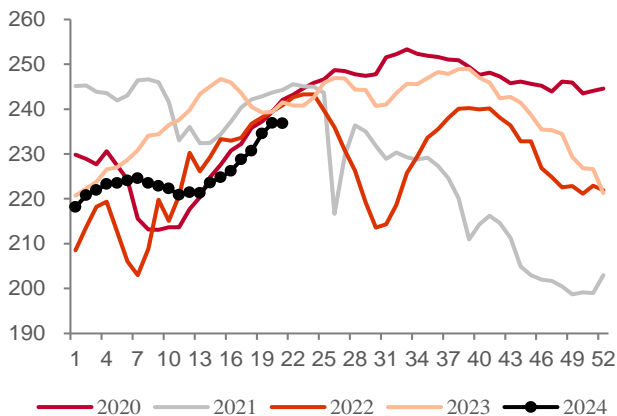
- **供应小幅上升:** 本周五大钢材品种供应 896.01 万吨, 周环比增加 6.49 万吨。
- **库存大幅下降:** 本周五大钢材总库存 1289.59 万吨, 周环比减 42.61 万吨。本周五大品种总厂库库存 469.30 万吨, 周环比下降 10.32 万吨。

**图表 90: 本周库存波动对比 (万吨)**

万吨	本周产量 2024/5/24	环比上周 2024/5/17	本周社库 2024/5/24	环比上周 2024/5/17	本周厂库 2024/5/24	环比上周 2024/5/17
螺纹	235.74	2.16	581.25	-31.69	202.85	-10.74
线材	93.00	0.58	84.85	-2.50	62.07	-0.48
热轧	325.36	0.70	328.07	-2.18	85.10	-0.30
中板	155.14	3.02	144.80	-8.46	80.36	1.10
冷轧	86.77	0.03	150.62	2.22	38.92	0.10
合计	896.01	6.49	1289.59	-42.61	469.30	-10.32

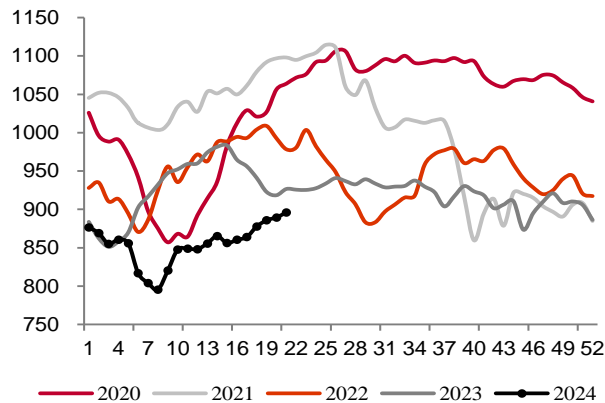
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 91: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)



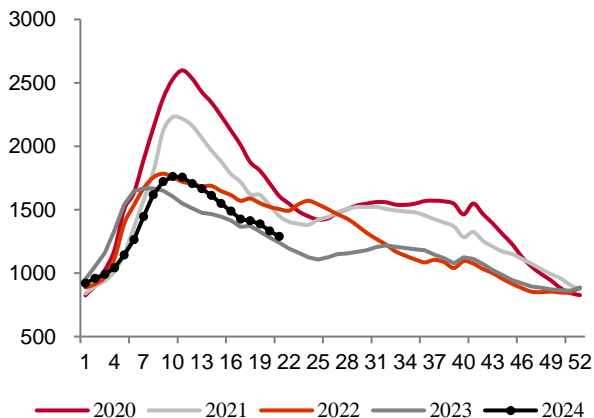
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 92: 五大品种周度产量合计 (万吨)



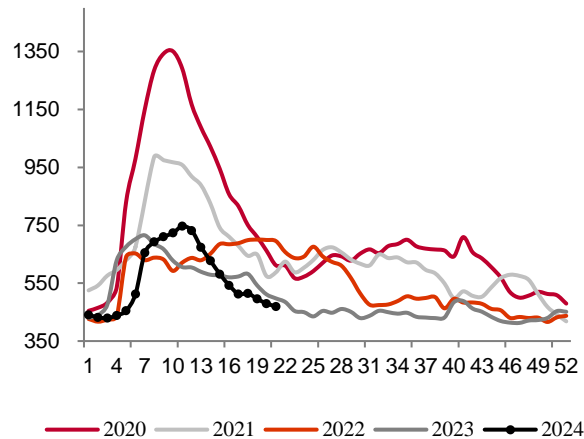
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 93: 历年五大品种社库波动 (万吨)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 94: 历年五大品种厂库波动 (万吨)



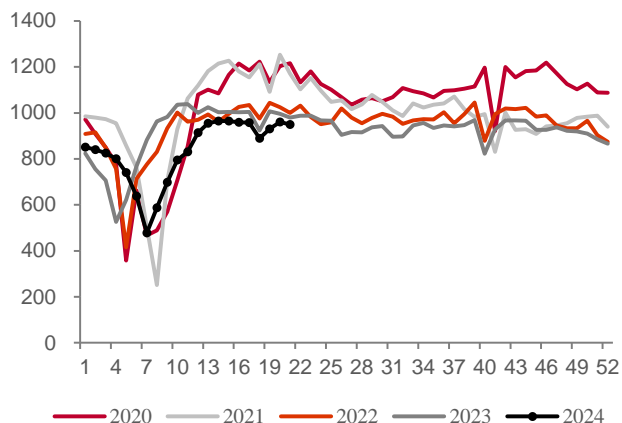
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

- 月末需求小幅下降: 本周五大品种周消费量为 948.9 吨, 环比下降 1.27%; 其中建材消费环比下降 4.64%, 板材消费环比上升 1.07%。建材成交量 13.93 万吨, 环比有所下降。

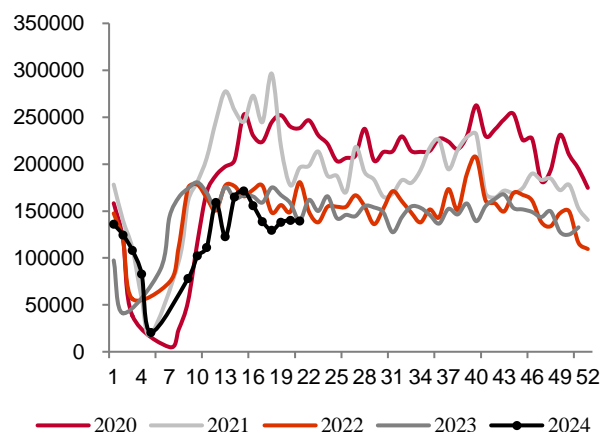
图表 95: 五大品种总表观消费量 (万吨)

图表 96: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)





来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

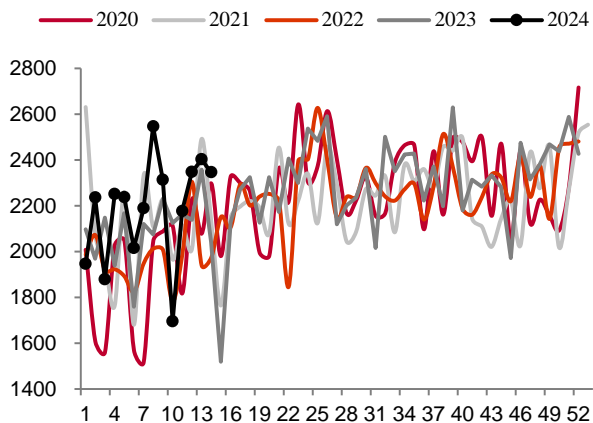
- 矿价震荡:** 本周 Platts62% 119.5 美元/吨, 周环比上升 2.6 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 2246.9 万吨, 环比下降 4.24%, 其中中国到港量 1439.8 万吨, 环比上升 15.1%。最新钢厂进口矿库存天数 20 天, 环比下降 2 天。天津准一冶金焦 2040 元/吨, 环比下降 100 元/吨。废钢 2520 元/吨, 环比上升 40 元/吨。

**图表 97: 钢铁主要生产要素价格一览**

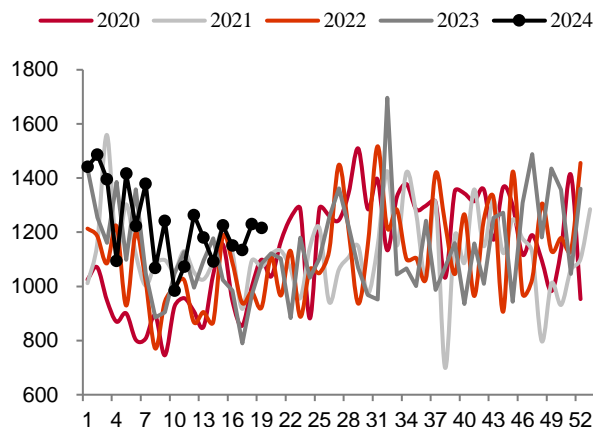
品种	单位	本周价格	上周价格	周变化	上月价格	月变化	去年价格	年变化	
铁矿石	Platts62%	美元/吨	119.5	116.9	2.6	116.85	2.65	97.35	22.15
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	891	878	13	875	16	747	144
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	740	720	20	720	20	620	120
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-891	-878	-13	-875	-16	-747	-144
	卡粉-超特	元/湿吨	-740	-720	-20	-720	-20	-620	-120
	PB粉-超特	元/湿吨	151	158	-7	155	-4	127	24
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	24.98	24.54	0.44	26.96	-1.98	20.52	4.46
	西澳-青岛	美元/吨	9.98	10.31	-0.33	11.68	-1.7	8.7	1.28
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	2040	2140	-100	1940	100	2040	0
	京唐港主焦煤	元/吨	2100	2150	-50	2150	-50	1800	300
张家港废钢	元/吨	2520	2480	40	2510	10	2450	70	
唐山方坯Q235	元/吨	3560	3480	80	3470	90	3300	260	

来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 98: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)**
**图表 99: 中国铁矿石到港量 (万吨)**

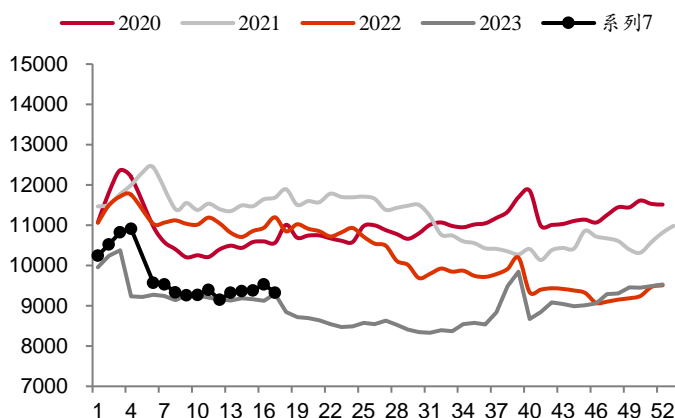


来源: Wind, 中泰证券研究所



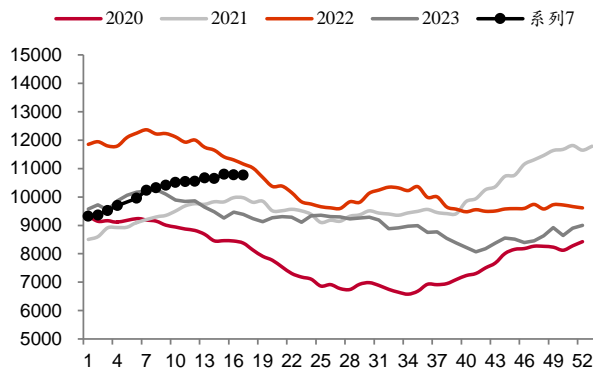
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 100: 进口矿港口库存 (万吨)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

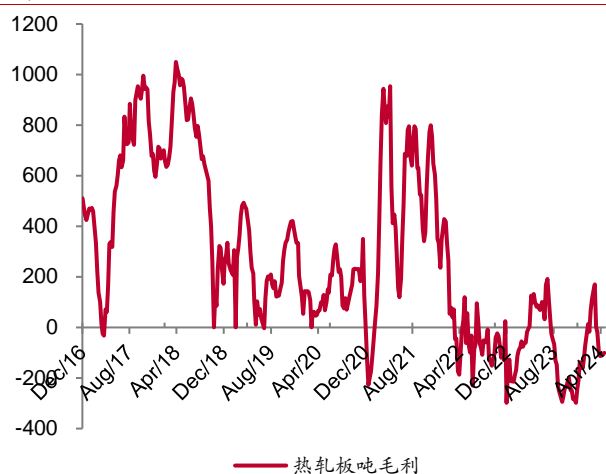
**图表 101: 进口矿钢厂库存 (万吨)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

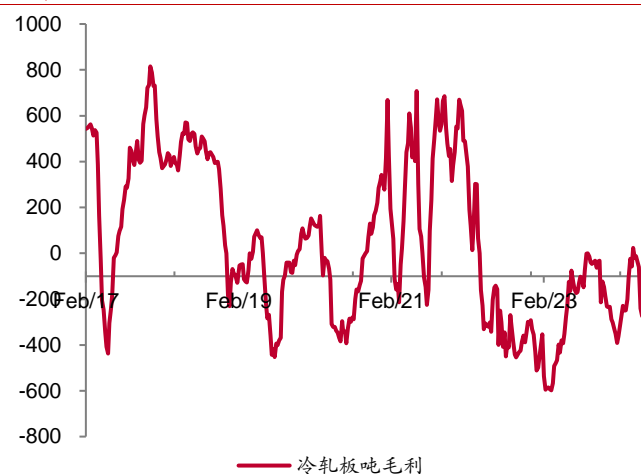
- 吨钢盈利持续下跌: 热轧卷板(3mm)毛利-102元/吨, 毛利率降低2.95%; 冷轧板(1.0mm)毛利-439元/吨, 毛利率降11.53%; 螺纹钢(20mm)毛利-54元/吨, 毛利率降低1.64%; 中厚板(20mm)毛利-278元/吨, 毛利率降8.15%。

**图表 102: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

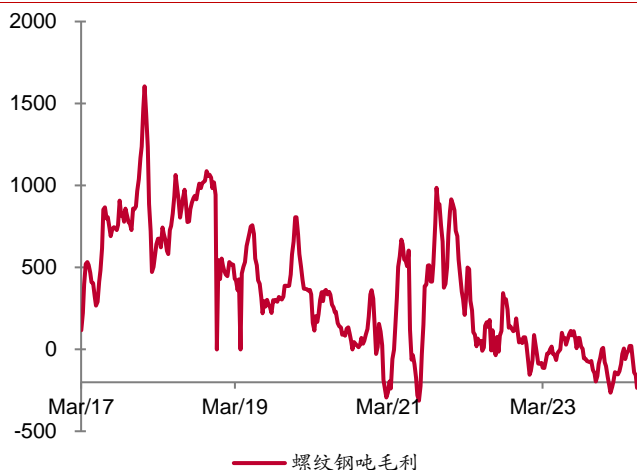
**图表 103: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)**



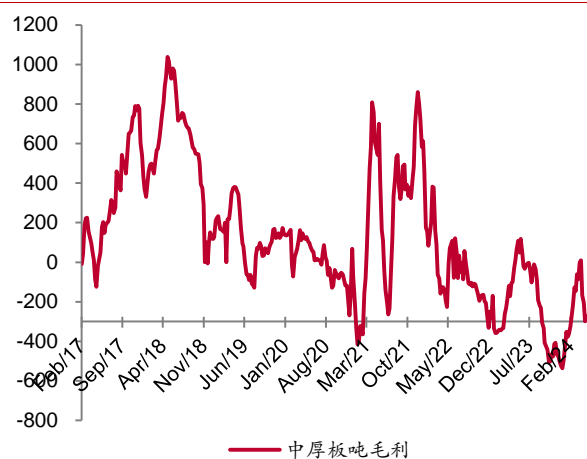
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 104: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)**

**图表 105: 中厚板毛利变化 (元/吨)**



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

## 5.投资建议：维持“增持”评级

- **贵金属**：本周美联储会议纪要释放鹰派信号，短期贵金属承压，中长期来看，美国十年期国债实际收益率处于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下行，而全球信用格局重塑背景下，贵金属价格将上涨至新高度。
- **大宗金属**：本周海外制造业5月PMI初值重拾升势，国内逆周期政策持续发力，提振复苏信心，全球制造业复苏周期仍将继续，在供给瓶颈下，基本金属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。

## 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。