

行业评级：增持（维持）

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

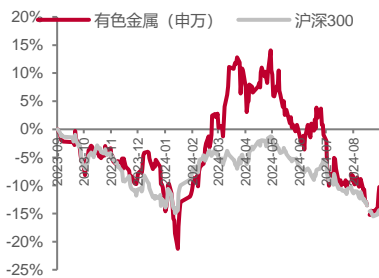
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(亿元)	24,372.90
行业流通市值(亿元)	21,541.12

行业-市场走势对比



图表：周内商品价格变动

单位	本周五(9.20) 价格	周度涨跌幅
COMEX黄金 美元/盎司	2,646.20	1.36%
SHFE黄金 元/克	590.62	1.21%
COMEX白银 美元/盎司	31.51	1.39%
SHFE白银 元/千克	7,548	1.67%
LME铜 美元/吨	9,486	2.47%
SHFE铜 元/吨	75,840	2.54%
LME铝 美元/吨	2,486	0.53%
SHFE铝 元/吨	20,070	1.85%
LME铅 美元/吨	2,042	0.00%
SHFE铅 元/吨	16,595	-0.72%
LME锌 美元/吨	2,867	-1.12%
SHFE锌 元/吨	24,170	1.43%
LME锡 美元/吨	32,150	1.18%
SHFE锡 元/吨	261,870	1.71%
LME镍 美元/吨	16,470	3.45%
SHFE镍 元/吨	125,350	1.00%

来源：wind、中泰证券研究所

投资要点

■ **【本周关键词】：美联储超预期降息 50BP、黄金 ETF 持仓量继续上升**

■ **投资建议：趋势的延续，维持行业“增持”评级**

1) **贵金属**：本周，美联储超预期降息 50BP，海外黄金 ETF 持仓走高，金价持续刷新历史新高，中长期看，美国远端国债实际收益率处于 2%左右历史高位，高利率下美国经济压力逐步显现，随着全球信用格局重塑，贵金属价格将保持长期上行趋势。

2) **大宗金属**：本周，海外降息落地，流动性宽松叠加旺季带动，主要金属延续去库趋势，整体价格有所提振。在长期供需格局重塑背景下，大宗金属价格进一步下行的空间有限，行业有望维持长期高景气，尤其是铜铝更是如此。

■ **行情回顾：大宗金属整体回升**：1) 周内，LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为 2.5%、0.5%、0.0%、-1.1%、1.2%、3.5%，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍的涨跌幅为 2.5%、1.6%、-0.7%、1.4%、1.7%、1.0%；2) COMEX 黄金收于 2646.20 美元/盎司，环比上涨 1.36%，SHFE 黄金收于 590.62 元/克，环比上涨 1.21%；3) **本周有色行业指数跑赢市场**，申万有色金属指数收于 3,919.14 点，环比上涨 5.21%，跑赢上证综指 4.00 个百分点，工业金属、小金属、贵金属、金属新材料、能源金属的涨跌幅分别为 7.60%、5.29%、2.79%、0.69%、-0.05%。

■ **宏观“三因素”总结：国内复苏动能有待提升，美国降息周期开启**。具体来看：

1) **国内复苏动能仍待提升**：国内 1 年期贷款市场报价利率（LPR）为 3.35%（前值 3.35%），5 年期贷款市场报价利率（LPR）3.85%（前值 3.85%）。

2) **美国 8 月零售数据同环比回落**：美联储超预期降息 50BP，美国 8 月零售销售同比 2.13%（前值 2.86%），环比 0.05%（前值 1.15%），核心零售环比 0.08%（前值 0.42%）；8 月新屋开工私人住宅 11.97 万套（前值 11.27 万套）。

3) **欧元区 8 月 CPI 同比回落环比回升**：欧元区 9 月 ZEW 经济景气指数 9.3（前值 17.9），ZEW 经济现状指数-40.4（前值-32.4）；7 月欧元区商品进口金额当月同比 4.0%（前值-8.4%），出口金额当月同比 10.2%（前值-6.3%）；8 月欧元区 CPI 同比 2.2%（前值 2.6%，预期 2.2%），环比 0.1%（前值 0.0%，预期 0.2%）。

4) **8 月全球制造业位于荣枯线以下**：8 月全球制造业 PMI 49.5，环比下降 0.2，维持在荣枯线以下。

■ **贵金属：美联储降息 50bp，金价持续新高**

周内，美联储降息 50bp，降息幅度超市场预期，贵金属价格回升。十年期美债实际收益率 1.58%，环比持平，实际收益率模型计算的残差 1686.4 美元/盎司，环比 +40.9 美元/盎司。目前美国十年期国债实际收益率处于 2%左右的历史高位，高利率下美国经济上行风险较低，而全球信用格局重塑将支撑金价上行至新高度。

■ **大宗金属：美元指数回落，基本金属价格回升**

周内，美联储超预期降息 50bp，美元指数持续回落，基本金属价格整体回升。

1、**对于电解铝，宏观面利多、基本面稳健支撑铝价偏强**

供应方面，本周随着气温好转，四川地区电力不足导致的错峰生产模式逐渐恢复至正常生产；贵州地区某电解铝企业于本周后期开始通电，下周将开始正式复产，该企业复产总产能 13 万吨，预计年底全面达产。本周电解铝行业运行产能 4347.6 万吨，环比持平。**需求方面**，周内恰逢国内中秋假期，国内下游开工略有走弱，但光伏等板块反馈订单排产较好，传统领域消费受节假日及高位铝价抑制出现些许下滑。**库存方面**，国内铝锭库存 76.5 万吨，环比下降 1 万吨，国内铝棒库存 21.5 万吨，环比上升 2.67 万吨，国内铝锭+铝棒库存 98.01 万吨，环比上升 1.67 万吨；海外方面，截止 9 月 20 日，LME 铝库存 80.90 万吨，环

比下降 1.18 万吨。全球库存 178.91 万吨，环比上升 0.49 万吨。

- 1) 氧化铝价格 4012 元/吨，比上周上升 38 元/吨，氧化铝成本 3109 元/吨，环比上升 0.46%，吨毛利 903 元/吨，环比上升 4.37%。
- 2) 预焙阳极价格 4325 元/吨，环比持平；考虑 1 个月原料库存影响，即时成本 4359 元/吨，周内平均吨毛利-34 元/吨；不考虑原料库存，预焙阳极即时成本 4367 元/吨，环比基本持平，周内平均吨毛利-42 元/吨。
- 3) 除新疆外 100%自备火电的电解铝企业，即时成本 17567 元/吨，环比上升 0.73%，长江现货铝价 20030 元/吨，环比上升 3.67%，吨铝盈利 1635 元，环比上升 30.94%。

基本上，国内电解铝市场供应端小幅抬升，“金九银十”加持，下游消费维持向好为主，电解铝社会库存进入去库周期，9-10 月份电解铝供需面上表现良好。加之，氧化铝市场供应端扰动，现货偏紧状态持续支撑氧化铝偏强震荡为主，从电解铝成本端给予一定的驱动。综合来看，短期宏观利好氛围及基本面表现稳健的情况下，预计下周铝市场维持偏强震荡为主。

2、对于电解铜，宏观与基本面推动铜价上抬

供给方面，9 月 20 日 SMM 进口铜精矿指数（周） 4.68 美元/吨，环比下降 0.27 美元/吨。需求方面，正值中秋节，精铜杆企业按需进行检修，周度精铜杆开工率如期下降，从消费来看，多数企业表示节内下游提货节奏不及预期，同时由于铜价重心再次抬升，下游企业观望情绪抬头。库存方面，截至 9 月 20 日，海外 LME 铜库存 30.335 万吨，环比下降 0.82 万吨，较去年同期增加 14.765 万吨。COMEX 库存环比上周增加 0.108 万吨至 4.0972 万吨，较去年同期增 2.56 万吨。国内库存方面，国内现货库存 25.43 万吨，环比减少 2.99 万吨，同比增 9.37 万吨。全球库存总计 59.86 万吨，环比下降 3.7 万吨。

基本面“金九银十”旺季期间，国内铜社会库存持续去库，需求端释放一定积极信号，下游加工企业开工率向好。短期内铜价或将呈现宽幅震荡局面。

3、对于锌，美联储大幅降息 50bp，锌价偏强运行

供给方面，百川统计国内锌锭周产量 9.61 万吨，环比+1.78%；需求方面，镀锌管订单走货量较好，但尚未听到有新项目释放量，铁塔订单依然稳定，光伏地桩订单有所增长，而部分压铸企业反应受台风影响较大，企业出现停产停工情况且该状况仍在继续。库存方面，七地锌锭库存 11.45 万吨，累库 0.11 万吨。

4、对于钢铁，成本及节前备货需求支撑钢价

供给端：由于旺季预期以及部分品种利润改善的影响，产能释放力度小幅波动，铁水产量继续上升，而品种产量则表现不一。需求端：传统旺季市场成交回暖，商家备货需求也有明显起色，但南方地区可能还会受到秋季多个台风的影响，市场成交或有反复。成本端：由于铁矿石价格小幅下滑，废钢价格维持平稳，焦炭价格小幅上涨，使得生产成本支撑呈现韧性。因此预计国内钢材市场将在旺季需求释放预期、钢厂供给波动增强、市场成交持续回暖、成本支撑韧性再现实的影响下，国内钢市或将继续震荡上涨。

- **风险提示**：宏观波动、政策变动、测算前提假设不及预期、金属价格波动风险、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

内容目录

1.行情回顾.....	- 8 -
1.1 股市行情回顾：美股、A股整体回升.....	- 8 -
1.2 贵金属：美联储降息 50bp，金价维持高位.....	- 9 -
1.3 大宗金属：美元指数回落，价格整体回升.....	- 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：复苏动能有待提升.....	- 10 -
2.2 美国因素：8月零售数据同环比回落.....	- 11 -
2.3 欧洲因素：欧元区8月CPI同比回落环比回升.....	- 13 -
2.4 全球因素：8月全球制造业PMI回落且处于荣枯线以下.....	- 13 -
3.贵金属：长期上升趋势不变.....	- 14 -
3.1 流动性压力已过，上行趋势延续.....	- 14 -
3.2 黄金ETF持仓环比回升，COMEX非商业多头结构延续.....	- 16 -
3.3 金银比回升至高位区间.....	- 17 -
4.大宗金属：供需紧平衡格局难以改变.....	- 19 -
4.1 铝：美联储超预期降息，宏观面利多及基本面稳健支撑铝价偏强.....	- 19 -
4.2 铜：宏观与基本面推动铜价上抬.....	- 26 -
4.3 锌：美联储大幅降息 50bp，内外盘锌价偏强运行.....	- 30 -
4.4 钢铁：成本及节前备货需求支撑钢价.....	- 33 -
5.投资建议：维持“增持”评级.....	- 36 -
6.风险提示.....	- 37 -

图表目录

图表 1: 申万一级行业与上证综指周涨跌幅.....	- 8 -
图表 2: 周内子板块涨跌幅表现.....	- 8 -
图表 3: 周内有色金属领涨个股.....	- 9 -
图表 4: 周内有色金属领跌个股.....	- 9 -
图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势.....	- 9 -
图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势.....	- 9 -
图表 7: 基本金属价格区间涨跌幅.....	- 9 -
图表 8: 国内工业增加值当月同比 (%).....	- 10 -
图表 9: 国内 1 年期与 5 年期 LPR (%).....	- 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: 美国零售销售额及同比.....	- 12 -
图表 17: 美国新屋开工及零售同比.....	- 12 -
图表 18: 美国失业率季调 (%).....	- 12 -
图表 19: 美国初请及续请失业金人数季调.....	- 12 -
图表 20: 美联储利率政策市场预期.....	- 13 -
图表 21: 美元指数走势图.....	- 13 -
图表 22: 欧元区 CPI 同比及环比 (%).....	- 13 -
图表 23: 欧元区 ZEW 经济景气指数及通胀指数.....	- 13 -
图表 24: 全球制造业与服务业 PMI.....	- 13 -
图表 25: 全球制造业 PMI 分项.....	- 13 -
图表 26: 全球主要经济体制造业 PMI.....	- 14 -
图表 27: 高通胀支撑金价显著偏离实际利率定价体系 (美元/盎司).....	- 14 -
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: 全球铝年度总库存走势对比 (万吨)	- 23 -
图表 58: LME 铝期货库存变动 (万吨)	- 23 -
图表 59: 氧化铝运行产能 (万吨)	- 23 -
图表 60: 氧化铝库存 (万吨)	- 23 -
图表 61: 电解铝的完全成本构成	- 24 -
图表 62: 电解铝成本、利润情况 (元/吨)	- 24 -
图表 63: 氧化铝生产成本构成	- 24 -
图表 64: 氧化铝成本、利润情况 (元/吨)	- 24 -
图表 65: 预焙阳极生产成本构成	- 24 -
图表 66: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (考虑库存)	- 24 -
图表 67: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)	- 25 -
图表 68: 石油焦价格 (元/吨)	- 25 -

图表 69: 石油焦库存 (万吨)	- 26 -
图表 70: 国内石油焦产能利用率 (%)	- 26 -
图表 71: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)	- 26 -
图表 72: 铜矿 TC/RC	- 27 -
图表 73: 电解铜周度产量 (万吨)	- 27 -
图表 74: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)	- 27 -
图表 75: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	- 29 -
图表 76: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)	- 29 -
图表 77: 电解铜月度表观消费变动 (万吨)	- 29 -
图表 78: 电解铜社会库存变动 (万吨)	- 29 -
图表 79: 全球铜库存变动趋势 (万吨)	- 29 -
图表 80: 铜精铜制杆企业周度开工率 (%)	- 30 -
图表 81: 电线电缆开工率 (%)	- 30 -
图表 82: 国产及进口锌精矿加工费对比	- 31 -
图表 83: 国产锌精矿分地区加工费	- 31 -
图表 84: 国内锌七地库存 (万吨)	- 31 -
图表 85: LME 锌库存变动趋势 (吨)	- 31 -
图表 86: 镀锌开工率 (%)	- 32 -
图表 87: 镀锌原料库存 (吨)	- 32 -
图表 88: 压铸锌开工率 (%)	- 32 -
图表 89: 压铸锌原料库存 (吨)	- 32 -
图表 90: 氧化锌开工率 (%)	- 32 -
图表 91: 氧化锌原料库存 (吨)	- 32 -
图表 92: 主要钢材指数及品种价格变化 (元/吨)	- 33 -
图表 93: 本周库存波动对比 (万吨)	- 33 -
图表 94: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)	- 33 -
图表 95: 五大品种周度产量合计 (万吨)	- 33 -
图表 96: 历年五大品种社库波动 (万吨)	- 34 -
图表 97: 历年五大品种厂库波动 (万吨)	- 34 -
图表 98: 五大品种总表观消费量 (万吨)	- 34 -
图表 99: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)	- 34 -
图表 100: 钢铁主要生产要素价格一览	- 35 -
图表 101: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)	- 35 -
图表 102: 中国铁矿石到港量 (万吨)	- 35 -
图表 103: 进口矿港口库存 (万吨)	- 35 -

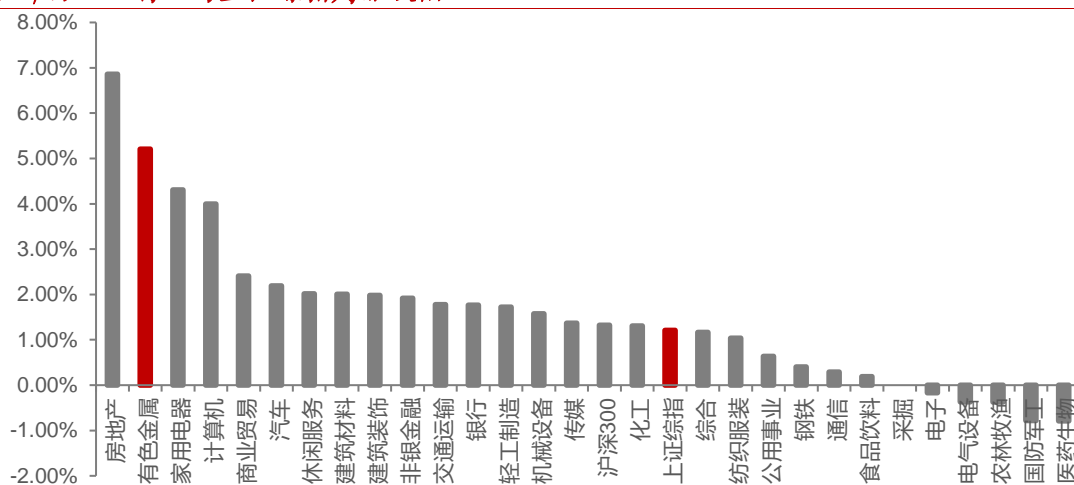
图表 104: 进口矿钢厂库存 (万吨)	- 35 -
图表 105: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 36 -
图表 106: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)	- 36 -
图表 107: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)	- 36 -
图表 108: 中厚板毛利变化 (元/吨)	- 36 -

1. 行情回顾

1.1 股市行情回顾：美股、A股整体回升

- 周内，美股三大指数整体回升（道指↑2.26%，纳斯达克↑2.53%，标普上2.11%）。
- 本周A股整体回升：上证指数收于2,736.81点，环比上涨1.21%；深证成指收于8,075.14点，环比上涨1.15%；沪深300收于3,201.05点，环比上涨1.32%；申万有色金属指数收于3,919.14点，环比上涨5.21%，跑赢上证综指4.00个百分点。

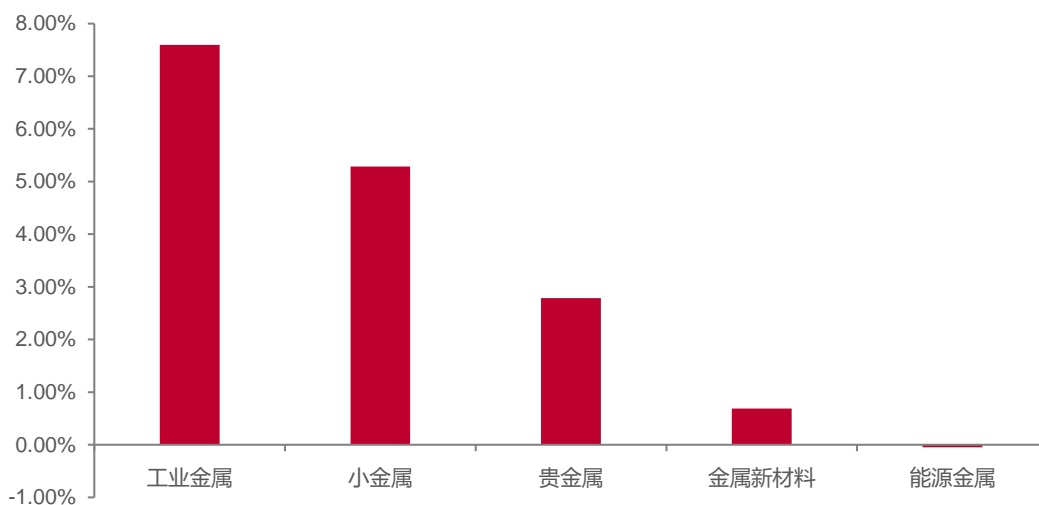
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 从子板块来看，工业金属、小金属、贵金属、金属新材料、能源金属的涨跌幅分别为7.60%、5.29%、2.79%、0.69%、-0.05%。

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	2024.09.20市 值(亿元)	2024.09.13市 值(亿元)	周涨跌幅
600490.SH	鹏欣资源	62.40	52.00	20.0%
603979.SH	金诚信	259.57	223.37	16.2%
603993.SH	洛阳钼业	1606.98	1410.43	13.9%
601600.SH	中国铝业	1211.38	1084.41	11.7%
000933.SZ	神火股份	339.26	306.19	10.8%
601168.SH	西部矿业	374.85	340.77	10.0%
000807.SZ	云铝股份	435.23	396.73	9.7%
002532.SZ	天山铝业	316.79	288.88	9.7%
601899.SH	紫金矿业	4220.57	3901.63	8.2%
000878.SZ	云南铜业	230.42	213.99	7.7%

来源: wind, 中泰证券研究所

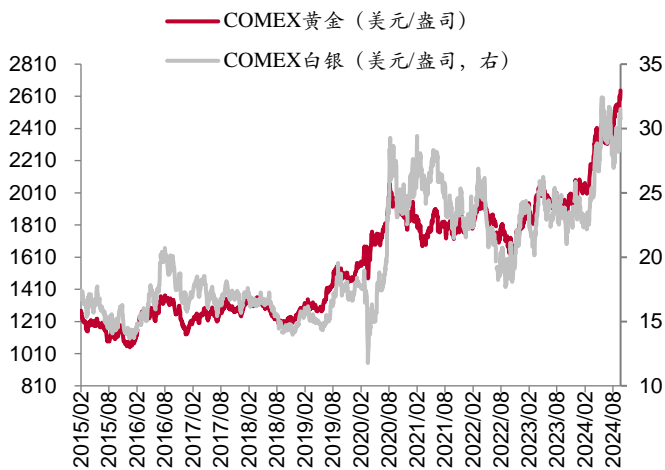
图表 4: 周内有色金属领跌个股

证券代码	证券名称	2024.09.20市 值(亿元)	2024.09.13市 值(亿元)	周涨跌幅
002756.SZ	永兴材料	165.45	174.45	-5.2%
002466.SZ	天齐锂业	409.32	423.76	-3.4%
002056.SZ	横店东磁	182.68	189.02	-3.4%
603399.SH	吉翔股份	31.80	32.78	-3.0%
300328.SZ	宜安科技	39.77	40.87	-2.7%
600114.SH	东睦股份	85.62	87.90	-2.6%
002824.SZ	和胜股份	34.39	35.00	-1.8%
000792.SZ	盐湖股份	787.22	800.26	-1.6%
002497.SZ	雅化集团	94.86	96.35	-1.6%
300811.SZ	铂科新材	105.21	106.84	-1.5%

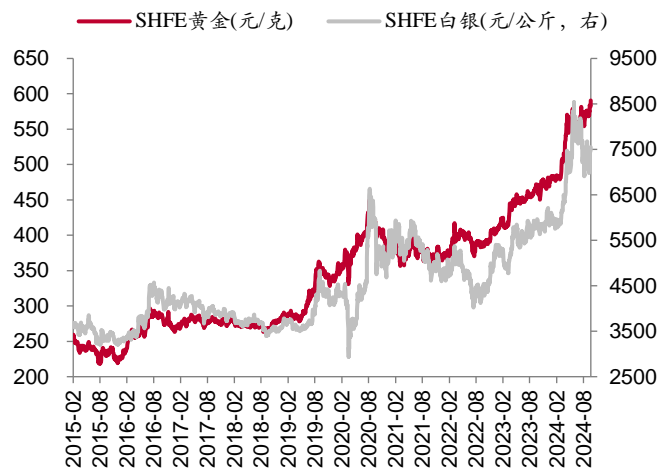
来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 美联储降息 50bp, 金价维持高位

- 周内, 美联储降息 50bp, 降息幅度超市场预期, 贵金属价格有所回升。截至 9 月 20 日, COMEX 黄金收于 2646.20 美元/盎司, 环比上涨 1.36%; COMEX 白银收于 31.51 美元/盎司, 环比上涨 1.39%; SHFE 黄金收于 590.62 元/克, 环比上涨 1.21%; SHFE 白银收于 7548 元/千克, 环比上涨 1.67%。

图表 5: COMEX 黄金&白银价格走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: SHFE 黄金&白银价格走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

1.3 大宗金属: 美元指数回落, 价格整体回升

- 美联储降息 50bp, 美元指数持续回落, 基本金属价格整体回升。具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍本周涨跌幅为 2.5%、0.5%、0.0%、-1.1%、1.2%、3.5%。

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	9,486	6,082	2.5%	15.3%	56.0%	77.8%
	SHFE	75,840	48,020	2.5%	10.7%	57.9%	
铝	LME	2,486	1,794	0.5%	11.9%	38.6%	43.8%
	SHFE	20,070	14,100	1.6%	3.4%	42.3%	
铅	LME	2,042	1,988	0.0%	-6.5%	2.7%	37.2%
	SHFE	16,595	14,850	-0.7%	-1.9%	11.8%	
锌	LME	2,867	2,373	-1.1%	13.3%	20.8%	46.1%
	SHFE	24,170	18,160	1.4%	11.5%	33.1%	
锡	LME	32,150	17,200	1.2%	25.6%	86.9%	53.0%
	SHFE	261,870	137,340	1.7%	18.3%	90.7%	
镍	LME	16,470	13,375	3.5%	-14.1%	23.1%	32.7%
	SHFE	125,350	105,850	1.0%	-20.4%	18.4%	

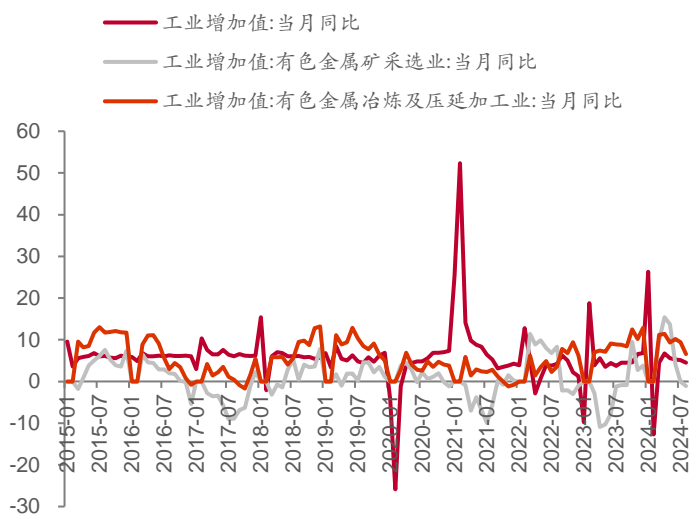
来源: wind, 中泰证券研究所, 注: LME 金属单位为美元/吨, SHFE 金属单位为元/吨。

2.宏观“三因素”运行跟踪: 复苏周期仍在延续

2.1 中国因素: 复苏动能有待提升

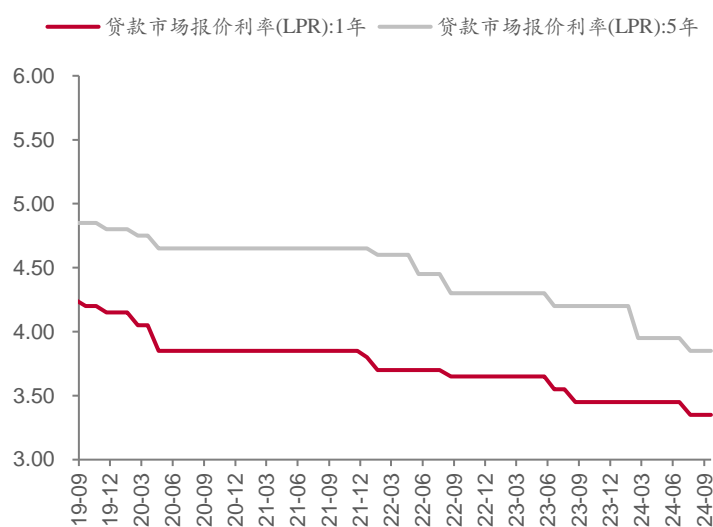
- 国内 1 年期与 5 年期 LPR 环比持平。本周披露国内 1 年期贷款市场报价利率 (LPR) 为 3.35% (前值 3.35%), 5 年期贷款市场报价利率 (LPR) 3.85% (前值 3.85%)。

图表 8: 国内工业增加值当月同比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 国内 1 年期与 5 年期 LPR (%)



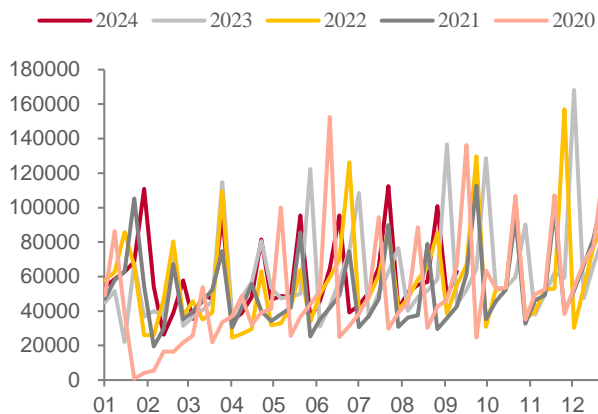
来源: Wind, 中泰证券研究所

国内高频数据跟踪: 汽车消费回升、地产数据回升

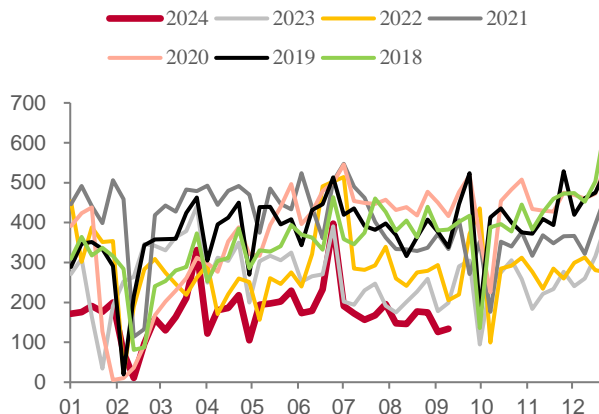
消费端: 汽车消费回升, 周内乘用车日均销量为 62,881 辆, 环比+29.72%; 投资端: 地产数据回升, 本周国内 30 大中城市商品房成交面积 139.49 万平方米, 环比+11.05%; 生产端: 石油沥青装置开工率为 25.90%, 环比+1.60pcts, 高炉开工率为 78.25%, 环比+0.60pcts; 出口端: 美国 8 月 Markit 制造业 PMI 为 47.9, 环比-1.7, 8 月出口金额当月同比为 8.7% (前值 7.0%, 预期 7.17%)。

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)

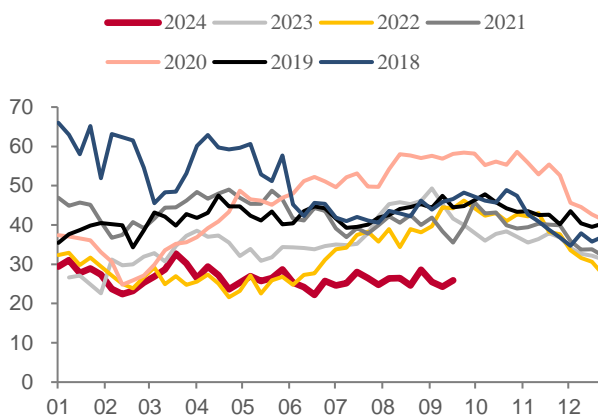


来源: Wind, 中泰证券研究所



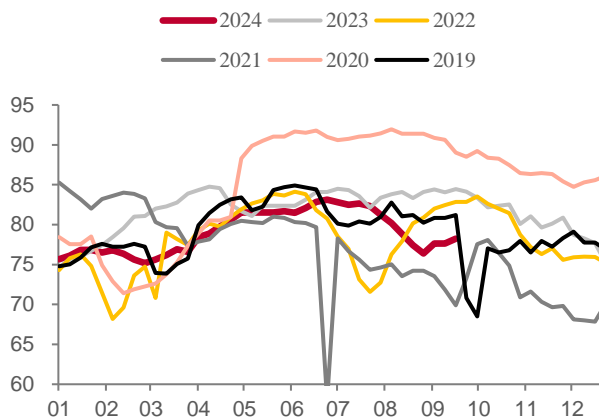
来源: Wind, 中泰证券研究所

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 (%)



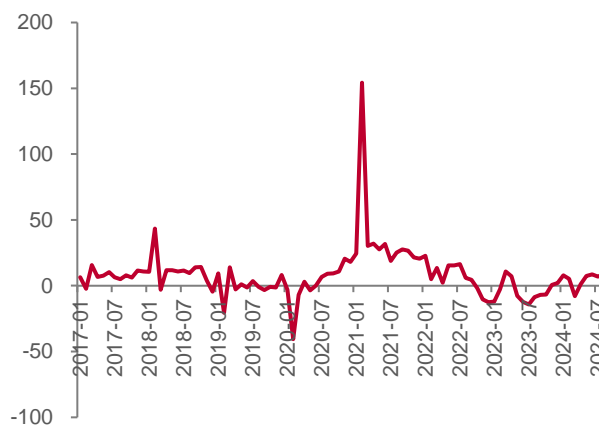
来源: Wind, 中泰证券研究所

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 (%)

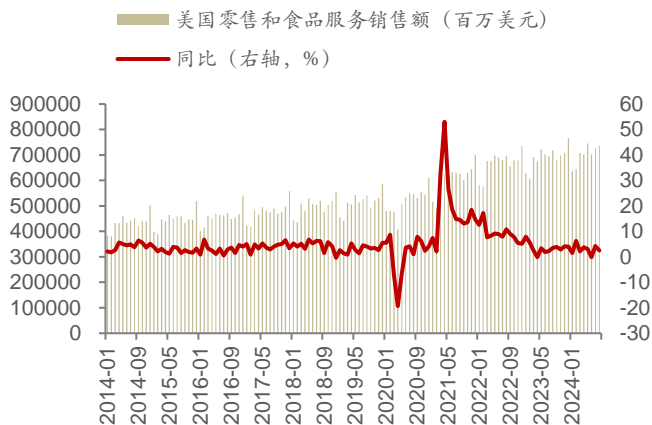


来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2 美国因素: 8月零售数据同环比回落

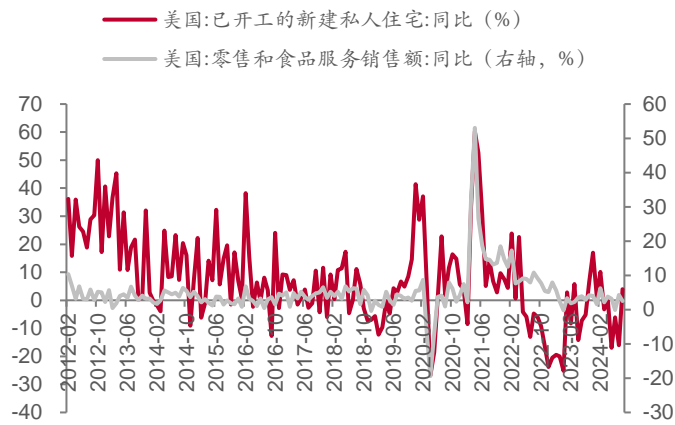
- **美国8月零售数据同环比回落。**本周披露美国8月零售销售同比为2.13%（前值2.86%），环比为0.05%（前值1.15%），核心零售环比为0.08%（前值0.42%）；8月新屋开工私人住宅为11.97万套（前值11.27万套），折年数为135.6万套（前值123.7万套，预期131.0万套）。

图表 16: 美国零售销售额及同比



来源: Wind, 中泰证券研究所

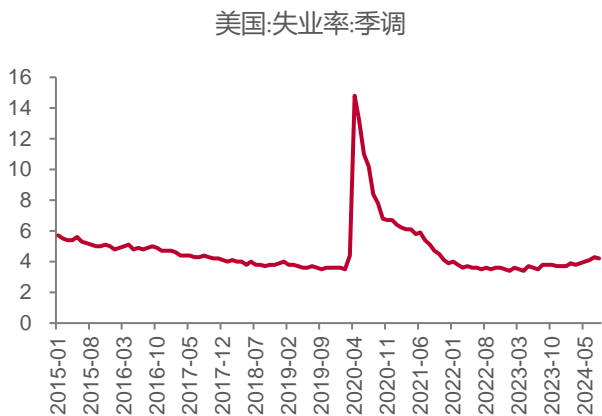
图表 17: 美国新屋开工及零售同比



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **美国失业数据有所回落且低于预期。**本周披露美国9月14日当周初请失业金人数季调为21.9万人（前值23.1万人，预期23.2万人），美国9月7日续请失业金人数为182.9万人（前值184.3万人）。

图表 18: 美国失业率季调 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 美国初请及续请失业金人数季调



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **美联储降息 50bp。**美联储将联邦基金利率下调 50 个基点至 4.75%~5.00%，降息幅度超出市场预期。这是美联储四年来首次降息。政策声明显示，通胀虽已向 2% 目标取得进一步进展，但仍处于“略高”水平，就业和通胀目标面临的风险处于平衡状态。此外，点阵图显示，美联储预计今年还会降息 50 基点。在新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，美联储的经济预测摘要中没有任何内容表明其急于完成降息，数据将推动货币政策选择，降息将根据需要加快、放慢或暂停；美联储没有处于任何预设模式，将继续逐次会议地做决定；所有人都不应当认为降息 50 个基点是新速度。

图表 20: 美联储利率政策市场预期

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/11/7								0.0%	0.0%	0.0%	51.4%	48.6%
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.1%	50.1%	25.8%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	33.1%	41.7%	16.9%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	15.3%	35.5%	34.7%	12.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	13.1%	32.0%	34.9%	16.0%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.3%	9.5%	26.0%	34.0%	22.0%	6.5%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.5%	4.2%	15.3%	28.8%	29.8%	16.6%	4.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.1%	1.5%	7.2%	18.9%	29.0%	26.2%	13.3%	3.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.3%	2.3%	9.0%	20.5%	28.6%	24.3%	11.8%	2.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

来源: CME, 中泰证券研究所, 注: 截至 2024 年 09 月 16 日

图表 21: 美元指数走势图

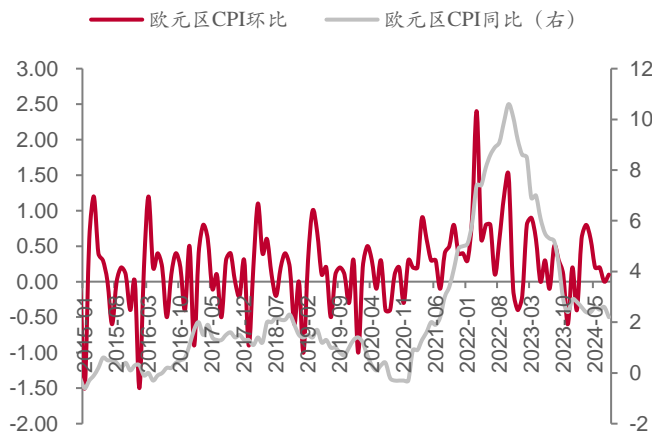


来源: Wind, 中泰证券研究所

2.3 欧洲因素: 欧元区 8 月 CPI 同比回落环比回升

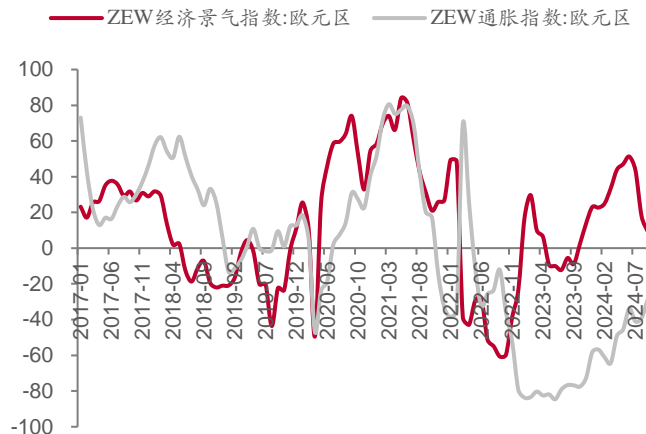
- **欧元区 8 月 CPI 同比回落环比回升。** 本周披露欧元区 9 月 ZEW 经济景气指数为 9.3 (前值 17.9), ZEW 经济现状指数为 -40.4 (前值 -32.4); 7 月欧元区商品进口金额当月同比为 4.0% (前值 -8.4%), 出口金额当月同比为 10.2% (前值 -6.3%); 8 月欧元区 CPI 同比为 2.2% (前值 2.6%, 预期 2.2%), 环比为 0.1% (前值 0.0%, 预期 0.2%)。

图表 22: 欧元区 CPI 同比及环比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 欧元区 ZEW 经济景气指数及通胀指数



来源: Wind, 中泰证券研究所

2.4 全球因素: 8 月全球制造业 PMI 回落且处于荣枯线以下

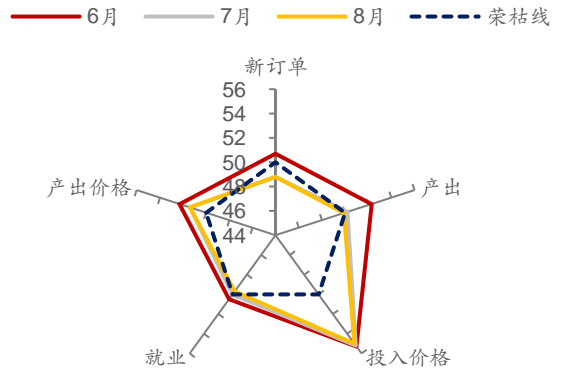
- **全球 8 月制造业景气度回落。** 8 月全球制造业 PMI 为 49.5, 环比下降 0.2, 处于荣枯线以下, 全球经济复苏动能仍有进一步提升空间。

图表 24: 全球制造业与服务业 PMI

图表 25: 全球制造业 PMI 分项



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 全球主要经济体制造业 PMI

制造业 PMI	2024-07	2024-06	2024-05	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	49.7	50.8	51.0	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	48.8	49.7	50.0	48.6	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	50.7	52.1	52.0	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	49.4	49.5	49.5	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	46.8	48.5	48.7	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	45.8	45.8	47.3	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	43.2	43.5	45.4	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	44.0	45.3	46.4	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	47.4	45.7	45.6	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	50.1	47.4	49.8	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	53.2	54.0	54.9	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	51.0	52.3	54.0	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	52.1	50.9	51.2	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	44.0	41.2	46.6	48.5	46.6	49.2	47.6	43.8	46.9	43.0	45.4	46.1	46.2	48.2	48.2	48.1	47.4	51.0
新加坡	50.7	50.4	50.6	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	58.1	58.3	57.5	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	54.0	52.5	52.1	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	53.6	54.9	54.4	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	49.0	43.2	44.8	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	54.7	54.7	50.3	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	51.6	51.7	51.7	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

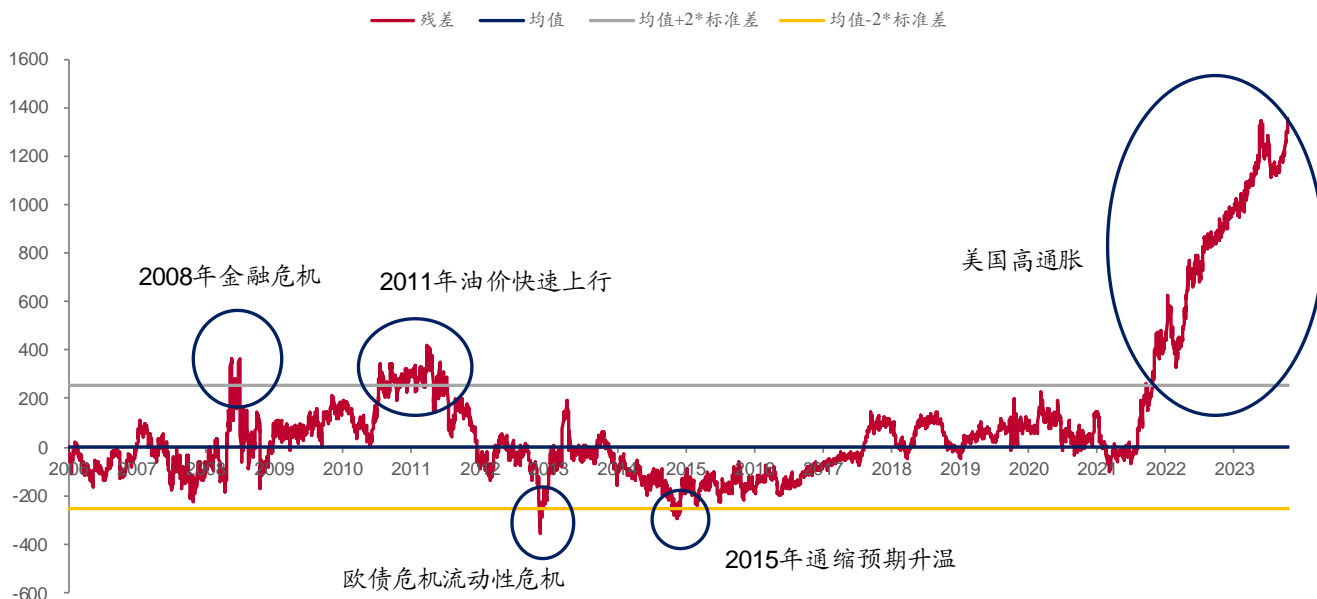
来源: wind, MacroMicro, Bloomberg, 中泰证券研究所

3. 贵金属: 长期上升趋势不变

3.1 流动性压力已过, 上行趋势延续

- 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9月20日, 本周美国10年期国债名义收益率隐含通胀预期环比回升至2.15%, 10年期国债实际收益率环比持平至1.58%; 截至9月20日, COMEX黄金收于2646.20美元/盎司, 环比上涨1.36%; COMEX白银收于31.51美元/盎司, 环比上涨1.39%; SHFE黄金收于590.62元/克, 环比上涨1.21%; SHFE白银收于7548元/千克, 环比上涨1.67%。

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

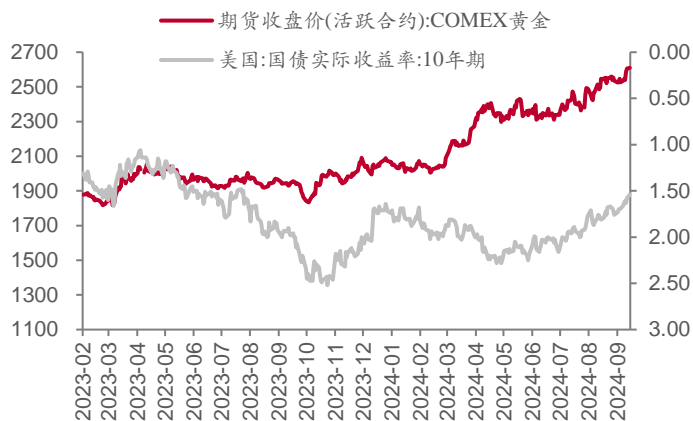
图表 29: 通胀预期与真实收益率 (%)



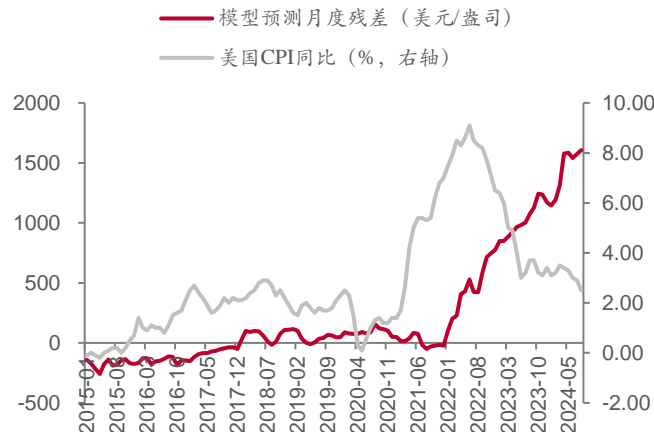
来源: Wind, 中泰证券研究所

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



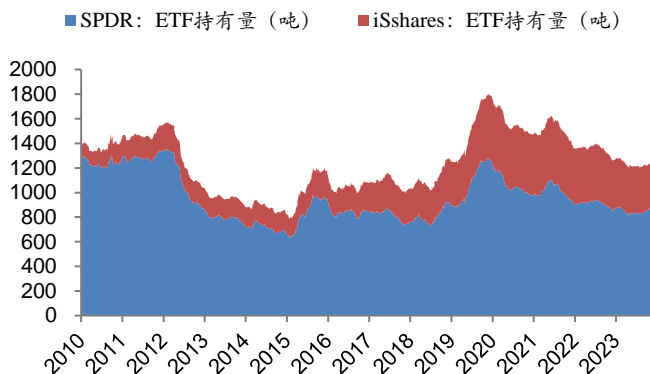
来源: Wind, 中泰证券研究所



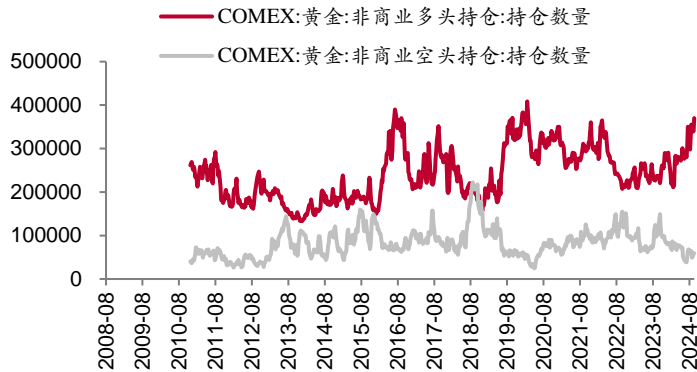
来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓环比回升, COMEX 非商业多头结构延续

- 黄金 ETF 持仓环比回升, COMEX 净多头结构延续。**截至 9 月 20 日, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1,245.37 吨, 环比增加 6.32 吨。截至 9 月 17 日, COMEX 黄金非商业多头持仓回升至 36.97 万张附近 (前值 34.00 万张), 同时非商业空头持仓回升至 5.97 万张附近 (前值 5.75 万张附近), 净多头持仓量回升至 31.01 万张 (前值 28.25 万张)。

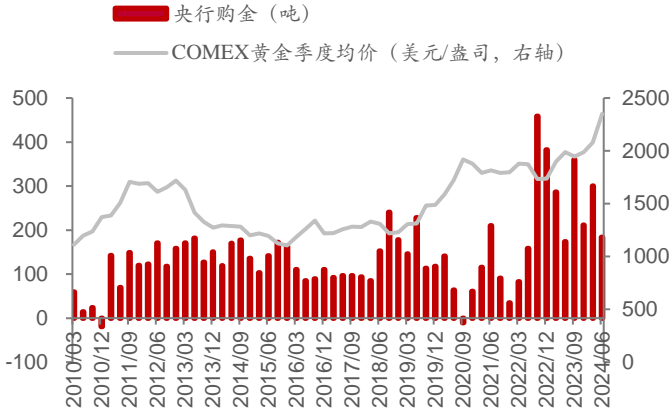
图表 32: 黄金 ETF 持仓情况 (单位: 吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

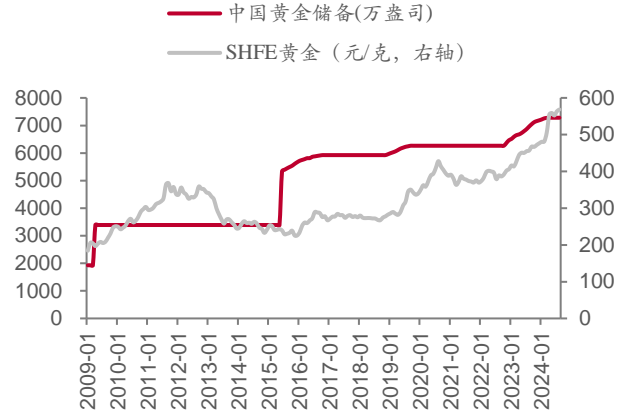
图表 34: 全球央行购金 (单位: 吨)
图表 33: COMEX 黄金多头与空头持仓情况 (张)


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，世界黄金协会，中泰证券研究所

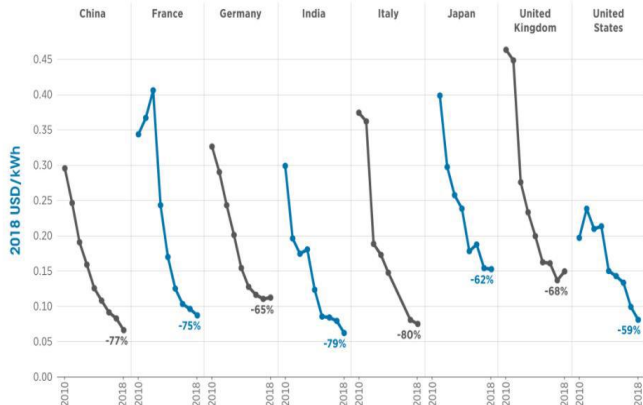


来源：Wind，中泰证券研究所

3.3 金银比回升至高位区间

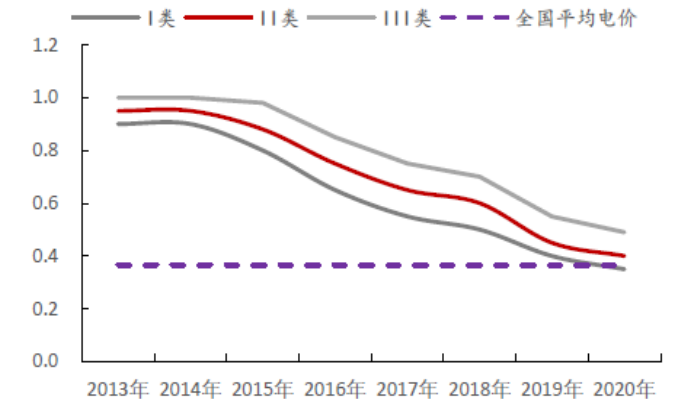
- **能源转型已经成为全球共识，光伏产业趋势逐渐确立。**2020年9月14日BP发布《世界能源展望（2020版）》预测能源转型加速、石油需求封顶；2020年9月17日欧盟发布的气候目标，将2030年可再生能源占比目标从32%以上提升至38%-40%；2020年9月21日GE宣布退出新增煤电市场；2020年9月22日中国宣布2060实现碳中和。由于新能源成本优势，全球能源转型加速，其中光伏也逐步从补充能源向主力能源转型，产业趋势确立。
- **随着光伏行业成本的不断下降，平价上网时代已临近，行业有望开启内生驱动下的高增。**在过去十年，伴随着政策补贴，光伏行业自身成本降低效果明显，表现为硅料、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%，2023 年光伏应用中的白银需求量达到 6018.5 吨，占白银总需求的 16.19%，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	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
供给合计	32,549.8	31,470.5	31,119.1	31,097.3	29,778.5	31,234.1	31,579.4	31,445.6	31,818.4	32,249.5
矿产银	27,986.9	26,861.0	26,456.6	26,024.3	24,366.5	25,784.8	26,024.3	25,831.5	26,089.8	26,350.7
	0.3%	-4.0%	-1.5%	-1.6%	-6.4%	5.8%	0.9%	-0.7%	1.0%	1.0%
再生银	4,528.7	4,578.4	4,625.1	4,609.5	5,110.3	5,402.7	5,502.2	5,564.4	5,675.7	5,846.0
	-0.9%	1.1%	1.0%	-0.3%	10.9%	5.7%	1.8%	1.1%	2.0%	3.0%
净对冲供给	0.0	0.0	0.0	432.3	264.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	-100.0%				-38.8%	-100.0%				
净官方售银	34.2	31.1	37.3	31.1	37.3	46.7	52.9	49.8	52.9	52.9
	0.0%	-9.1%	20.0%	-16.7%	20.0%	25.0%	13.3%	-5.9%	0.0%	0.0%
需求合计	30,845.1	30,210.9	31,078.7	31,243.4	28,826.0	34,199.4	39,775.2	37,181.1	37,551.0	38,090.7
传统工业(除光伏外)	12,687.1	13,284.3	13,598.5	13,953.0	13,278.1	14,693.3	14,624.9	14,335.6	14,622.3	15,061.0
	-5.1%	4.7%	2.4%	2.6%	-4.8%	10.7%	-0.5%	-2.0%	2.0%	3.0%
光伏	2,538.0	3,088.6	2,706.0	2,329.7	2,575.4	2,765.1	3,673.3	6,018.5	7,495.7	8,607.3
	36.9%	21.7%	-12.4%	-13.9%	10.5%	7.4%	32.8%	63.8%	24.5%	14.8%
摄影(感光材料)	1,079.3	1,007.8	976.6	954.9	836.7	861.6	855.3	839.8	814.6	790.2
	-9.2%	-6.6%	-3.1%	-2.2%	-12.4%	3.0%	-0.7%	-1.8%	-3.0%	-3.0%
珠宝首饰	5,881.7	6,102.5	6,320.2	6,270.5	4,693.5	5,660.8	7,293.8	6,329.6	6,203.0	6,016.9
	-6.6%	3.8%	3.6%	-0.8%	-25.1%	20.6%	28.8%	-13.2%	-2.0%	-3.0%
银器	1,664.0	1,847.5	2,087.0	1,906.6	970.4	1,265.9	2,286.1	1,716.9	1,837.1	1,892.2
	-8.2%	11.0%	13.0%	-8.6%	-49.1%	30.4%	80.6%	-24.9%	7.0%	3.0%
净实物投资	6,621.9	4,845.9	5,160.1	5,828.8	6,472.6	8,842.7	10,485.0	7,561.3	6,578.3	5,723.1
	-31.2%	-26.8%	6.5%	13.0%	11.0%	36.6%	18.6%	-27.9%	-13.0%	-13.0%
净对冲需求	373.2	34.2	230.2	0.0	0.0	108.9	556.8	379.5	0.0	0.0
	-	-90.8%	572.7%	-100.0%			411.4%	-31.8%		
供需平衡	1,704.7	1,259.6	40.3	-146.1	952.5	-2,965.3	-8,195.8	-5,735.5	-5,732.6	-5,841.2
伦敦现货银价(\$/oz)	17.1	17.0	15.7	16.2	20.6	25.1	21.7	23.4		
现货银价(元/千克)	3,816.7	3,928.4	3,601.0	3,886.1	4,690.0	5,207.2	4,719.9	5,559.4		

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	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
光伏耗银量(吨)	2,538.0	3,088.6	2,706.0	2,329.7	2,575.4	2,765.1	3,668.3	5,723.2	7,495.7	8,607.3
光伏装机(GW)	76.6	92.7	98.3	115.8	127.3	170.0	237.4	389.9	537.5	649.7
中国	34.5	53.1	44.3	30.1	48.2	60.0	87.4	216.9	271.1	298.2
海外	42.1	39.6	54.0	85.7	79.1	110.0	150.0	173.0	266.4	351.5
光伏耗银/装机	33.1	33.3	27.5	20.1	20.2	16.3	15.5	14.7	13.9	13.2
yoy	-7.1%	0.6%	-17.4%	-4.4%	-4.4%	-19.6%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-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 9 月 20 日，当前金银比 83.21，环比回落 2.72。

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: 美联储超预期降息, 宏观面利多及基本面稳健支撑铝价偏强

- **供给维持稳定。**本周电解铝行业并未出现减产、复产、新投产情况。随着气温好转,民用电稍有减少,四川地区电力不足导致的错峰生产模式逐渐恢复至正常生产;贵州地区某电解铝企业于本周后期开始通电,下周将开始正式复产,该企业复产总产能 13 万吨,预计年底全面达产。截至目前,本周电解铝行业运行产能 4347.6 万吨。
- **无新增复产。**截至 2024 年 9 月 20 日,2024 年中国电解铝总复产规模 161 万吨,已复产 126.5 万吨,待复产 34.5 万吨,环比保持不变。

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	2024/9	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	2024/9	0	0	2.5
四川	四川启明星铝业有限责任公司	12.5	2.5	2024/9	12.5	12.5	12.5
四川	阿坝铝厂	2.5	2.5	2024/9	0	0	2.5

云南	云铝集团	61	61	2024/3	0	0	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	2024/3	2	2	10
云南	云南其亚金属有限公司	16.5	16.5	2024/4	0	0	16.5
	总计	161	126.5		34.5	30	156.5

资料来源：百川、中泰证券研究所

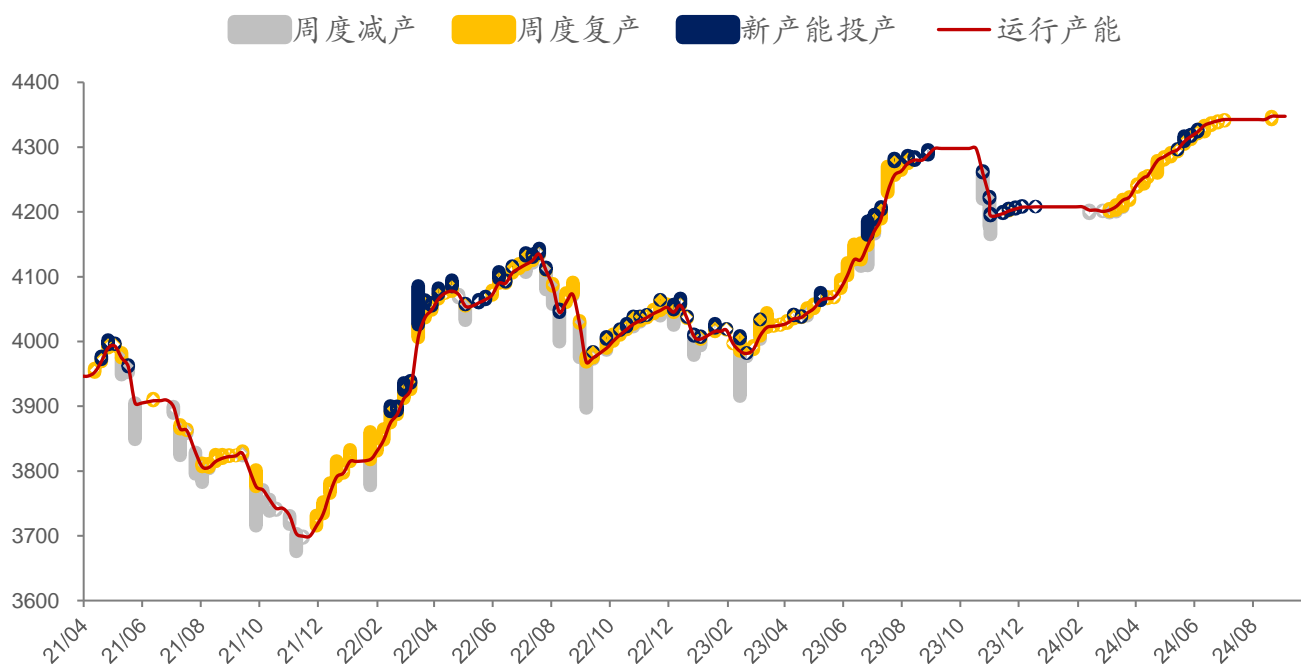
■ **无新增投产产能。**截至 2024 年 9 月 20 日，2024 年中国电解铝已建成且待投产的新产能 243 万吨，环比下降 105 万吨，已投产 17 万吨。

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	0	0	2024 年三季度	0	0	0
内蒙	内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司扎哈淖尔分公司	0		2024 年末			
内蒙	内蒙古华云新材料有限公司	42	17	2024/5 月	0	25	42
青海	中国铝业股份有限公司青海分公司	0					
新疆	新疆农六师铝业有限公司准东项目	55	0	2024 年四季度	0	20	20
内蒙	内蒙古东山铝业有限公司	0		2024 年 12 月	0		
云南	云南宏泰新型材料有限公司	53	0	待定	0	53	53
云南	云南宏合新型材料有限公司	93	0	待定	0		
	总计	243	17		0	108	125

资料来源：百川、中泰证券研究所

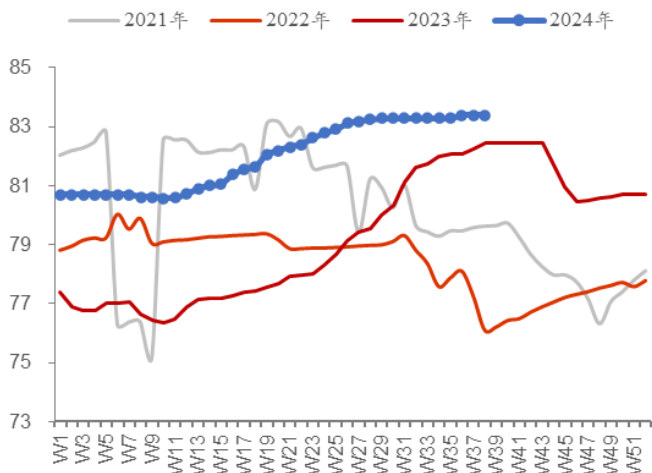
■ **电解铝运行产能持稳。**截止 2024 年 9 月 20 日，国内电解铝运行产能为 4347.6 万吨，较上周保持不变。

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

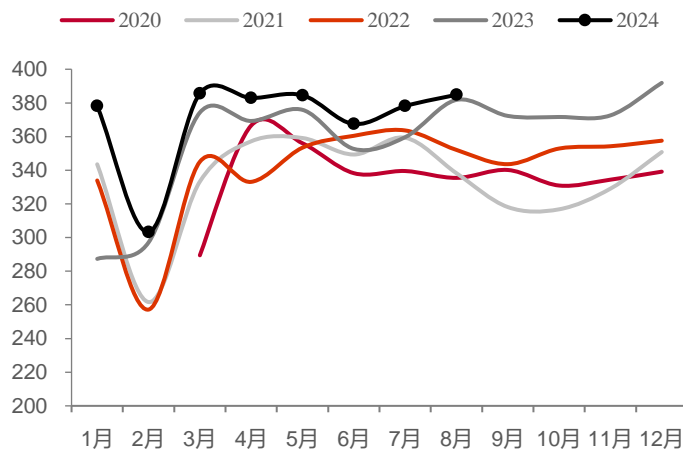
■ 供应量保持不变。根据百川，本周电解铝产量 83.38 万吨，环比不变。

图表 45: 电解铝周度产量 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

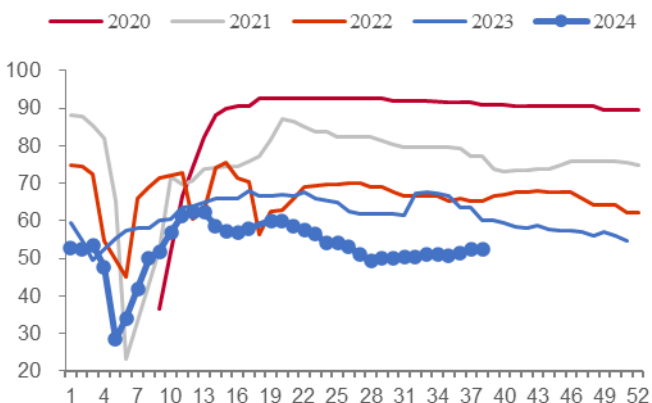
图表 46: 国内电解铝月度表观需求 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

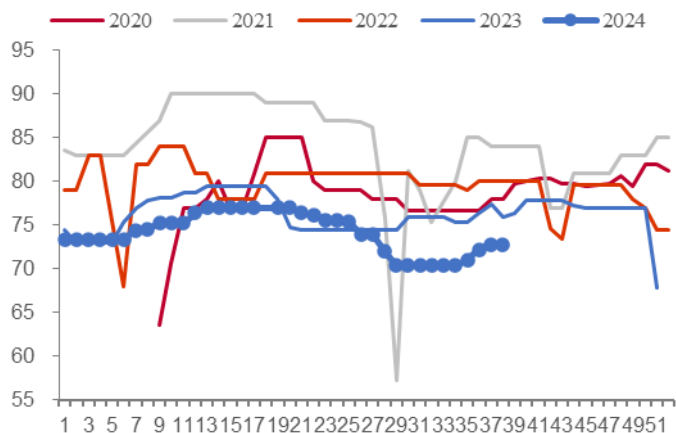
■ 铝加工板块开工率环比保持不变: 截止 2024 年 9 月 20 日, 铝加工企业平均开工率为 63.5%, 环比持平。

图表 47: 铝型材开工率 (%)



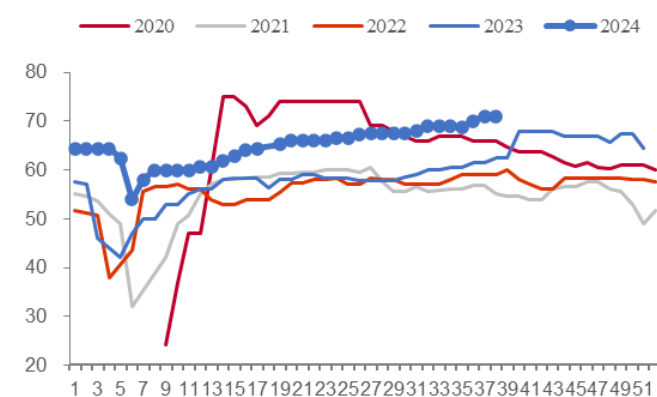
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 49: 铝板带开工率 (万吨)



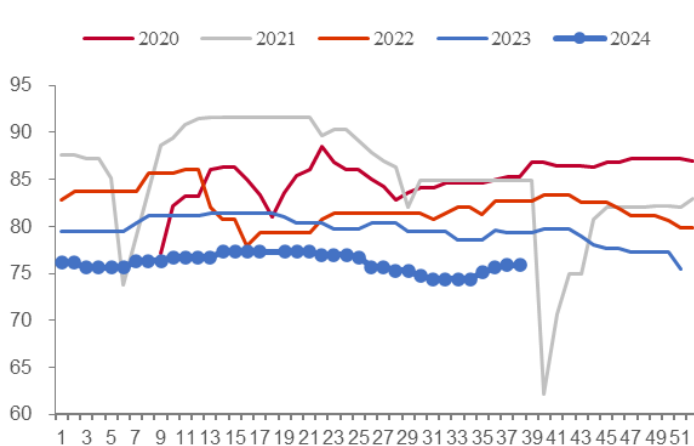
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 48: 铝线缆开工率 (%)



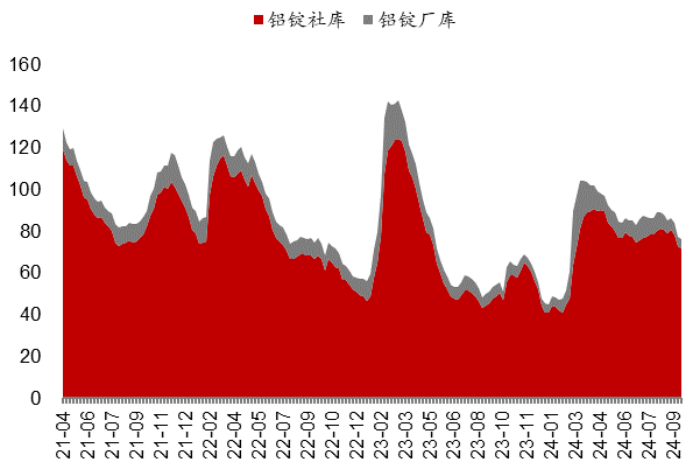
来源: 百川, 中泰证券研究所

图表 50: 铝箔开工率 (%)

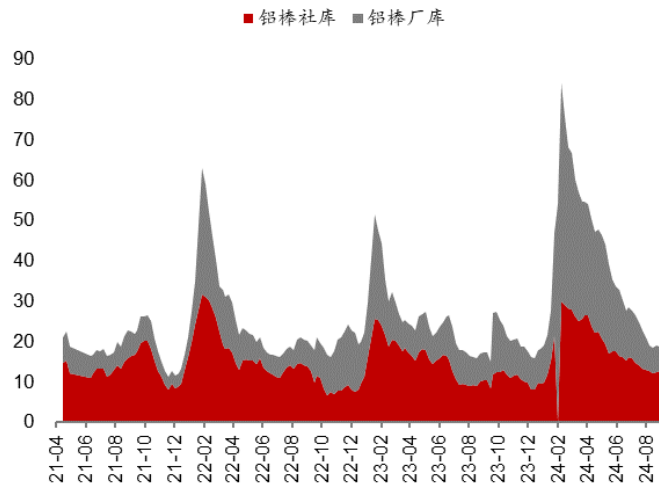


来源: 百川, 中泰证券研究所

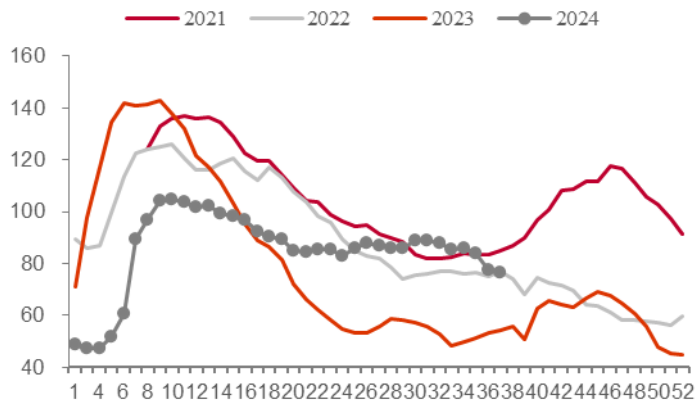
- 铝锭去库铝棒累库：** 2024 年 9 月 20 日，根据钢联统计，国内铝锭库存 76.5 万吨环比下降 1 万吨；国内铝棒库存 21.5 万吨，环比上升 2.67 万吨；国内铝锭+铝棒库存 98.01 万吨，环比上升 1.67 万吨；海外方面，截止 9 月 20 日，LME 铝库存 80.90 万吨，环比下降 1.18 万吨。全球库存 178.91 万吨，环比上升 0.49 万吨。

图表 51：国内铝锭总库存走势（万吨）


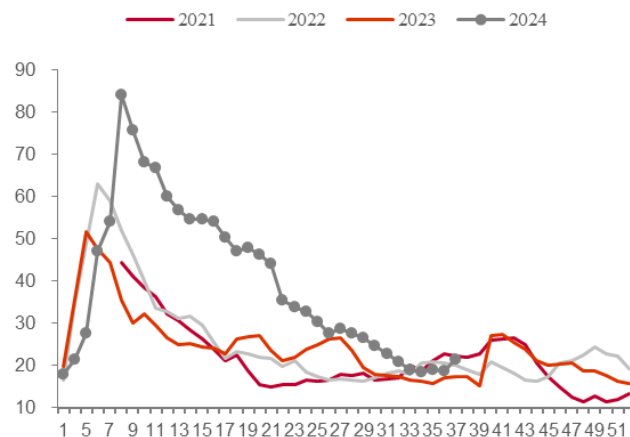
来源：钢联，中泰证券研究所

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

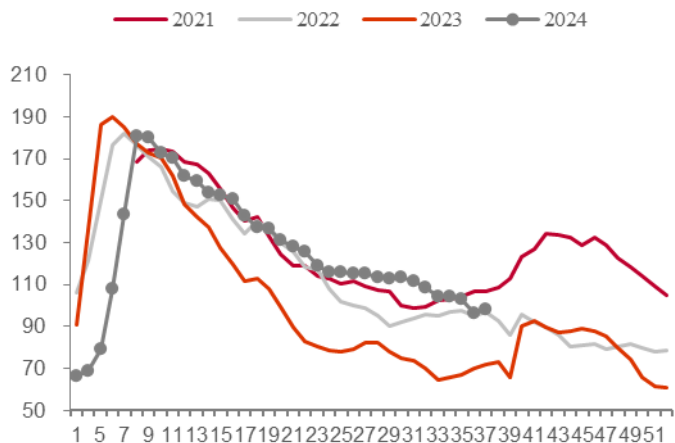
图表 53：国内铝锭年度社会库存走势对比（万吨）


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）


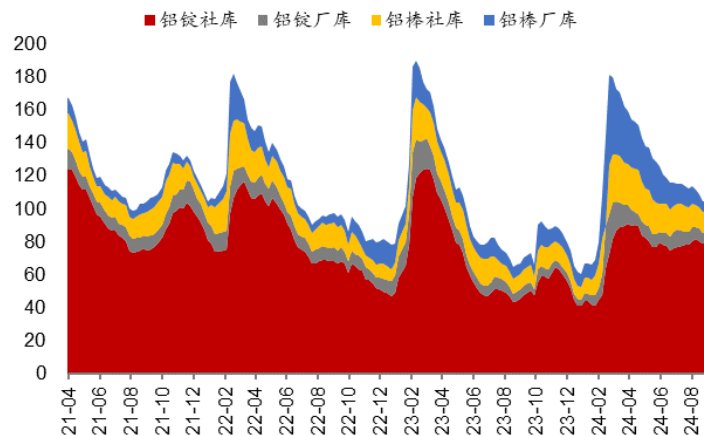
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 55：国内铝锭及铝棒年度总库存走势对比（万吨）
图表 56：国内铝锭及铝棒总库存走势（万吨）



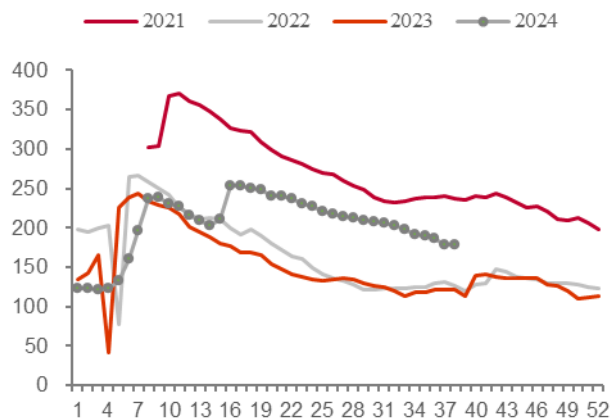
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 57：全球铝年度总库存走势对比（万吨）



来源：钢联，中泰证券研究所

图表 58：LME 铝期货库存变动（万吨）



来源：钢联，中泰证券研究所

图表 59：氧化铝运行产能（万吨）

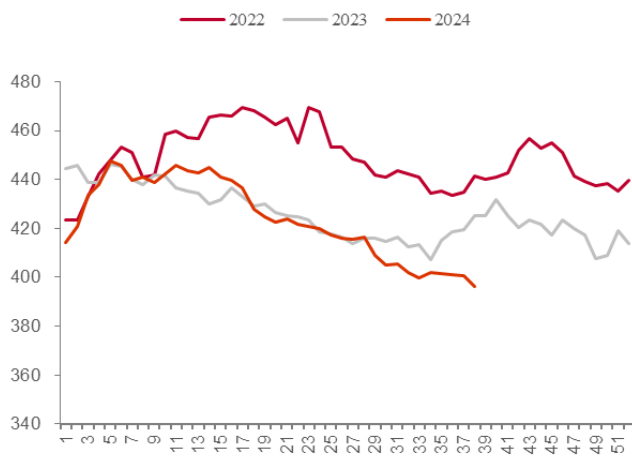


来源：钢联，中泰证券研究所



来源：钢联，中泰证券研究所

图表 60：氧化铝库存（万吨）

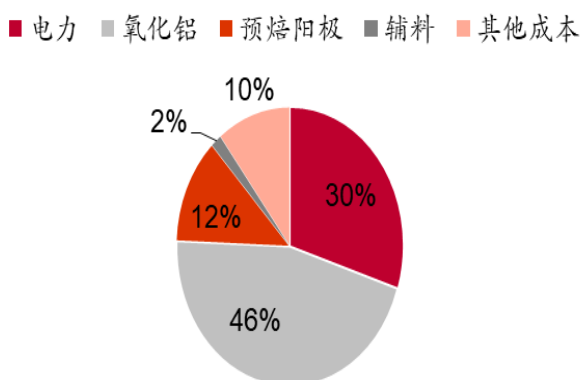


来源：钢联，中泰证券研究所

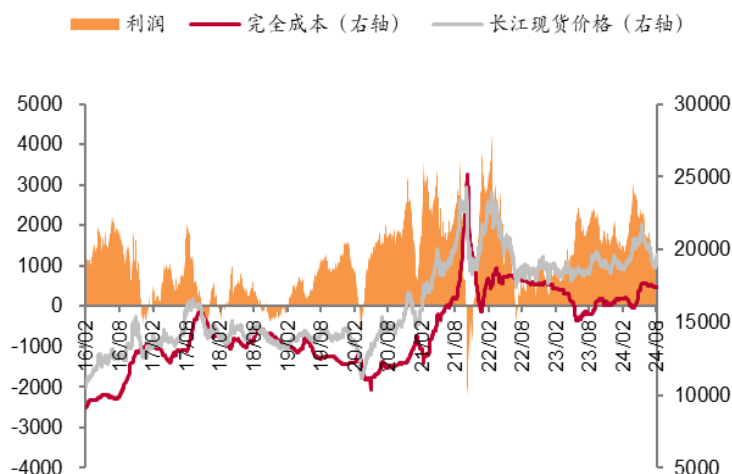
- **氧化铝紧平衡格局延续，现货价格偏强震荡**：2024 年 9 月 20 日，根据钢联统计，氧化铝建成产能 9965 万吨，环比保持不变；运行产能 8610 万吨，环比增加 80 万吨；库存从上周 400.8 万吨降至 396.3 万吨。

- **铝价走强，即时盈利扩张**。截至 9 月 20 日，氧化铝价格 4012 元/吨，

比上周上升 38 元/吨，氧化铝成本 3109 元/吨，环比上升 0.46%，吨毛利 903 元/吨，环比上升 4.37%。预焙阳极价格 4325 元/吨，环比持平；考虑 1 个月原料库存影响，即时成本 4359 元/吨，周内平均吨毛利-34 元/吨；不考虑原料库存，预焙阳极即时成本 4367 元/吨，环比基本持平，周内平均吨毛利-42 元/吨。除新疆外 100% 自备火电的电解铝企业，即时成本 17567 元/吨，环比上升 0.73%，长江现货铝价 20030 元/吨，环比上升 3.67%，吨铝盈利 1635 元，环比上升 30.94%。具体走势如下：

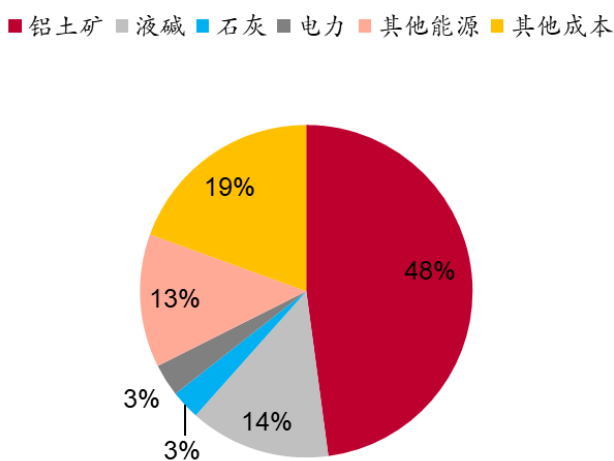
图表 61：电解铝的完全成本构成


来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

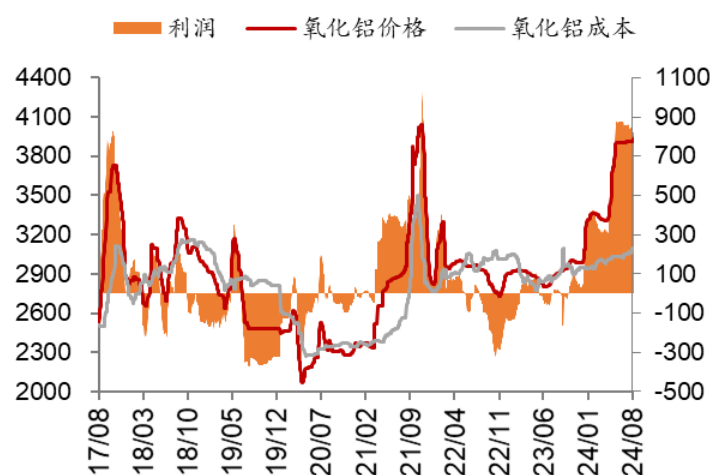
图表 62：电解铝成本、利润情况（元/吨）


来源：WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所

注：测算对象为除新疆外 100% 自备火电的电解铝企业的即时盈亏情况

图表 63：氧化铝生产成本构成


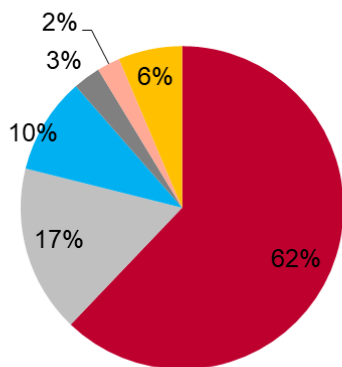
来源：Wind、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 64：氧化铝成本、利润情况（元/吨）


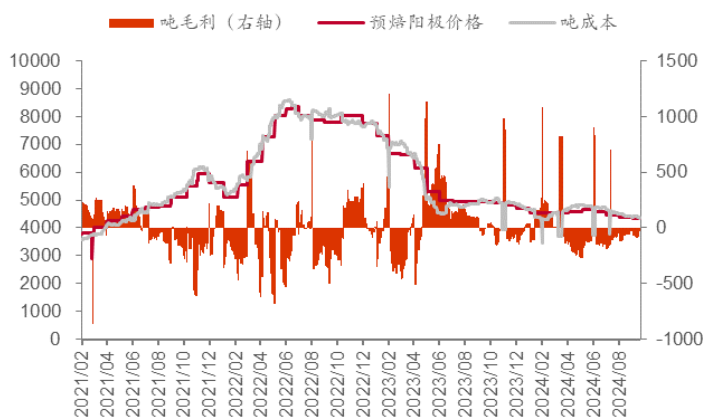
来源：WIND、亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 65：预焙阳极生产成本构成
图表 66：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

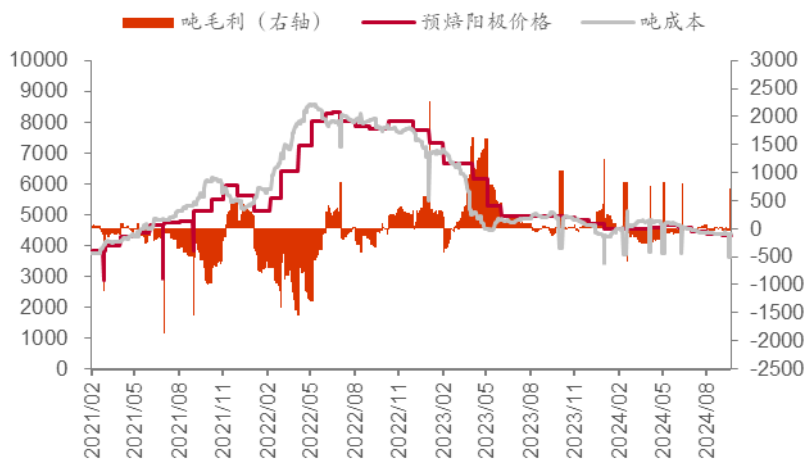


来源: Wind、亚洲金属网, 中泰证券研究所



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

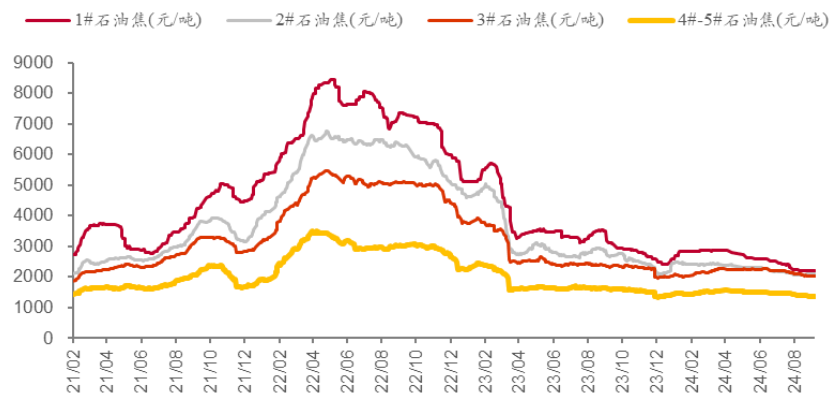
图表 67: 预焙阳极成本、利润情况 (元/吨) (不考虑原料库存)



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

- **石油焦价格保持不变。**截止 9 月 20 日, 1#石油焦价格 2205 元/吨, 周环比保持不变, 同比下降 30.8%。2#石油焦价格 2082 元/吨, 周环比保持不变, 同比下降 23.3%。3#石油焦价格为 2023 元/吨, 周环比保持不变, 同比下降 14.1%。4#-5#石油焦价格为 1373 元/吨, 周环比保持不变, 同比下降 15.5%。

图表 68: 石油焦价格 (元/吨)



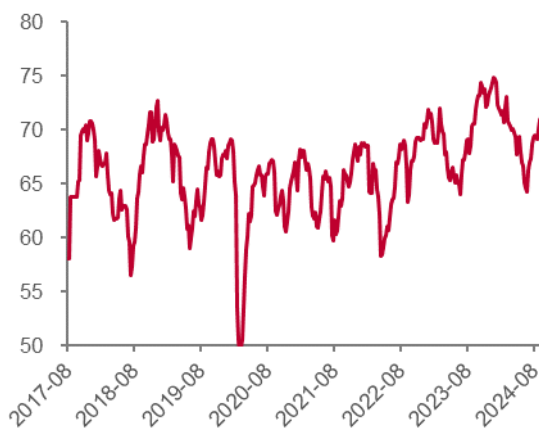
来源: Wind、中泰证券研究所

- **石油焦库存回升。**截至 9 月 20 日，石油焦库存总量 446.4 万吨，环比上升 0.31%，同比上升 3.5%

图表 69: 石油焦库存 (万吨)


来源: 钢联、中泰证券研究所

- **石油焦开工率上涨。**截止 9 月 20 日，国内石油焦开工率为 71.75%，环比上升 0.91pct。国内石油焦 8 月表观消费量 345.48 万吨，环比下降 9%，同比下降 6%。

图表 70: 国内石油焦产能利用率 (%)


来源: 钢联、中泰证券研究所

图表 71: 国内石油焦月度表观消费量 (万吨)


来源: 钢联、中泰证券研究所

4.2 铜: 宏观与基本面推动铜价上抬

- 铜精矿加工费下降。9月20日 SMM 进口铜精矿指数（周）报 4.68 美元/吨，较上一期的 4.95 美元/吨下降 0.27 美元/吨。

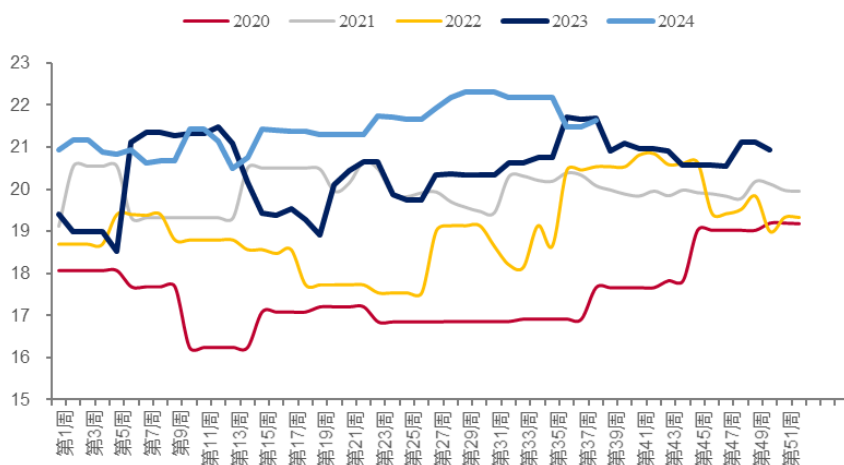
图表 72: 铜矿 TC/RC



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 21.64 万吨，环比降 0.16 万吨。

图表 73: 电解铜周度产量 (万吨)



来源: 百川, 中泰证券研究所

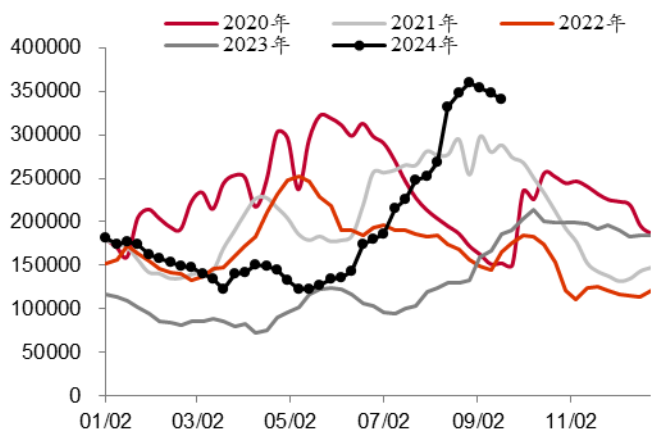
- 行业装置动态: 截止 2024 年 9 月 20 日, 粗炼检修产能达 691 万吨, 环比增长 10 万吨, 精炼检修产能达 695 万吨, 环比增长 15 万吨。

图表 74: 中国铜冶炼行业装置动态 (单位: 万吨)

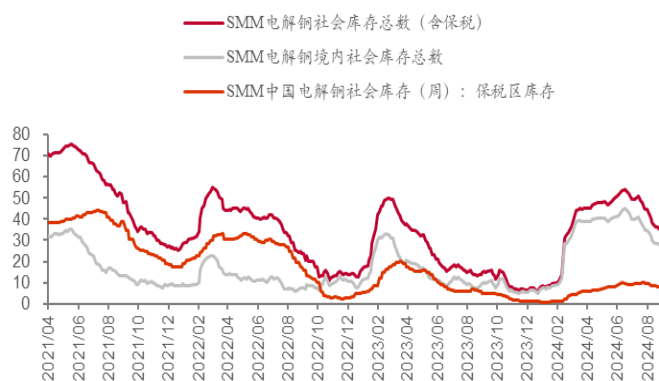
公司名称	粗炼产能	精炼产能	开始时间	结束时间	检修环节	备注
广西南国铜业 有限责任公司 (一期)	30	30	2023年11月	不详	粗炼	
赤峰富邦铜业 有限责任公司	6	0	2024年3月	2024年6月	粗炼	90天
青海铜业责任 有限公司	10	15	2024年4月	2024年5月	粗炼	30天
阳新弘盛铜业 有限公司	40	40	2024年4月初	2024年5月初	粗炼	30天
中原黄金冶炼 厂	35	40	2024年3月	2024年4月底	粗炼	30天
五矿铜业(湖 南)有限公司	10	10	2024年4月中	2024年5月中	粗炼	30天
恒邦股份	10	15	2024年10月	2024年11月	粗炼	30天
铜陵有色金属 集团股份有限 公司	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6月	2024年7月底	粗炼	55天
山东中金岭南 铜业有限责任 公司(三厂)	25	40	2024/5月中旬	2024/6月中旬	粗炼	30天
营口盛海化工 有限公司	10	0	2024/5月底	2024/6月底	粗炼	25天
赤峰金通铜业 有限公司	30	25	2024年6月	2024年7月	粗炼	20-25天
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
阜新博发铜业 有限公司	10	0	2024年6月	2024/8月	粗炼	45天
中条山有色金 属集团有限公 司(垣曲)	13	13	2024/7月7日	2024/9月	粗炼	30天
飞尚铜业有限 公司	10	0	2024年9月	2024年9月	粗炼	5-10天
赤峰富邦铜业 有限责任公司	10	0	2024年9月	2024年10月	粗炼	60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
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
中条山有色金 属集团有限公 司(侯马)	20	18	2024年10月	2024年10月	粗炼	31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
江西铜业(本 部)	55	100	2024年10月 底	2024年11月	粗炼	35天
国投金城冶金 有限责任公司	10	10	2024年8月	2024年8月	粗炼	20天左右
广西金川有色 金属有限公司	45	47	2024年11月	2024年11月	粗炼	15天
紫金铜业有限 公司	25	40	2024年11月	2024年11月	粗炼	15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
中铜东南铜业 有限公司	40	40	2024年12月	2025年1月	粗炼	45天

资料来源: SMM、中泰证券研究所

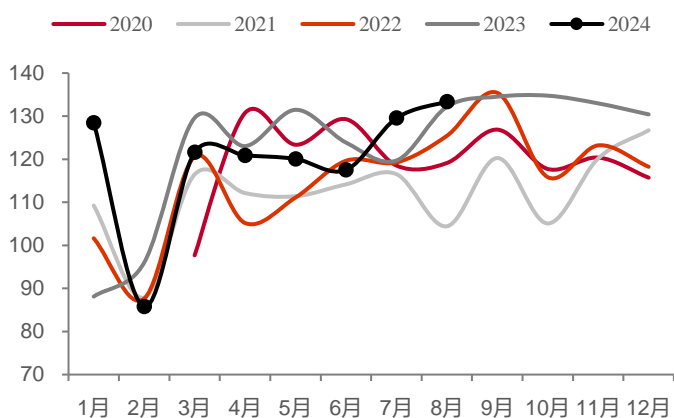
- 国内海外双去库：海外库存方面**，LME 铜库存 30.3 万吨，环比下降 0.82 万吨，较去年同期增加 14.765 万吨。COMEX 库存环比上周增加 0.1 万吨至 4.1 万吨，较去年同期增加 2.56 万吨。**国内库存方面**，国内现货库存 25.43 万吨，环比减少 2.99 万吨，同比增加 9.37 万吨。全球库存总计 59.86 万吨，环比下降 3.7 万吨。

图表 75: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)


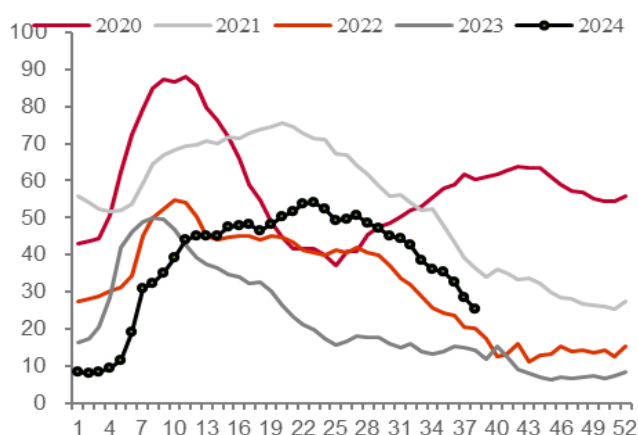
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 76: 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 77: 电解铜月度表观消费变动 (万吨)


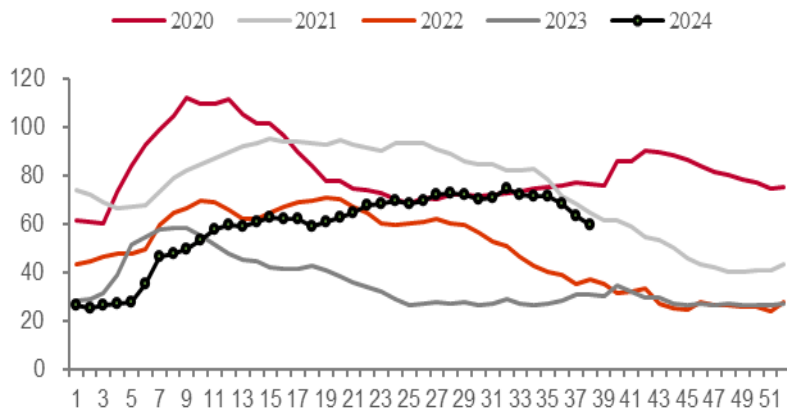
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 78: 电解铜社会库存变动 (万吨)


来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 79: 全球铜库存变动趋势 (万吨)

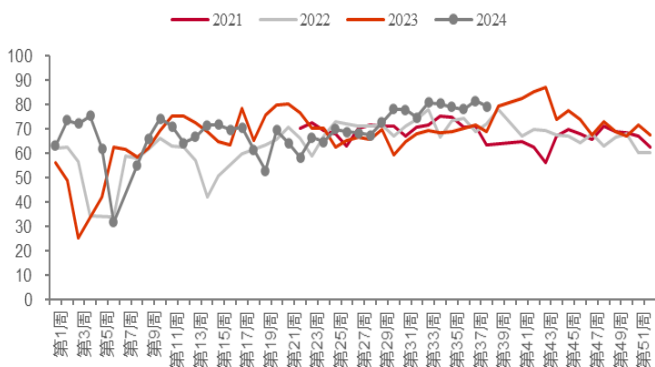
SMM+COMEX&LME铜库存 (万吨)



来源：SMM，中泰证券研究所

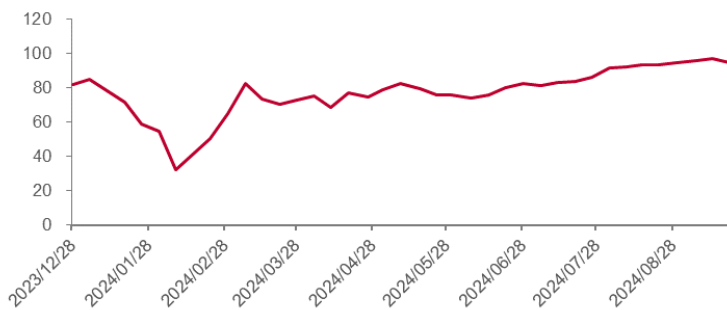
- **下游采购敏感谨慎。**本周国内主要精铜杆企业周度开工率录得 79.32%，环比下降 2.4 个百分点。铜线缆企业开工率为 94.88%，环比下降 2.11 个百分点。正值中秋节，精铜杆企业按需进行检修，周度精铜杆开工率如期下降，从消费来看，多数企业表示节内下游提货节奏不及预期，同时由于铜价重心再次抬升，下游企业观望情绪抬头。

图表 80：铜精铜制杆企业周度开工率 (%)



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 81：电线电缆开工率 (%)



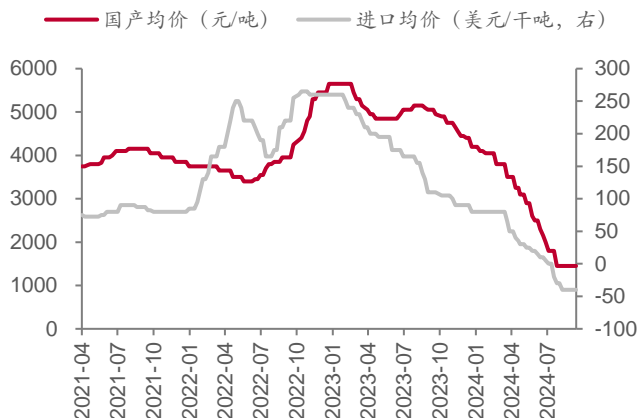
来源：SMM，中泰证券研究所

4.3 锌：美联储大幅降息 50bp，内外盘锌价偏强运行

- 本周 SMM 锌精矿国产和进口加工费较上周环比持平，SMM Zn50 国产周度 TC 均价持平于 1450 元/金属吨，SMM Zn50 进口周度 TC 均价持平于 -40 美元/千吨。现货市场上。进口锌矿窗口持续开启，原料紧缺下冶炼厂不断为四季度和明年进口矿布局，但本周沪伦比值略有下滑，贸易商现货报盘数量稀少，进口矿现货交投未见改善，国产矿采购变化不大。近期国内外矿山运行平稳，国内矿供应未见显著增加。需求端看，虽然部分冶炼厂对 10 月锌矿加工费存在上调意愿，但临近冬储，冶炼厂原料需求表现旺盛，叠加本周港口锌矿库存小幅下滑，国内矿紧缺未见缓解，国内外锌矿加工费维持低位。根据最新海关数据显示，2024 年 8 月进口锌精矿 35.78 万吨（实物吨），8 月环比 7 月减少 4.68%

(1.76 万实物吨)，同比降低 16.42%，1-8 月累计锌精矿进口量为 244.83 万吨（实物吨），累计同比降低 21.03%。本周 SMM 锌精矿在防城港、连云港、锦州港、黄埔港、钦州港、南京港和葫芦岛港等 7 个港口的库存总计 12.3 万吨，环比上周降低 1.86 万吨，其中黄埔港库存贡献主要减量。

图表 82：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 83：国产锌精矿分地区加工费

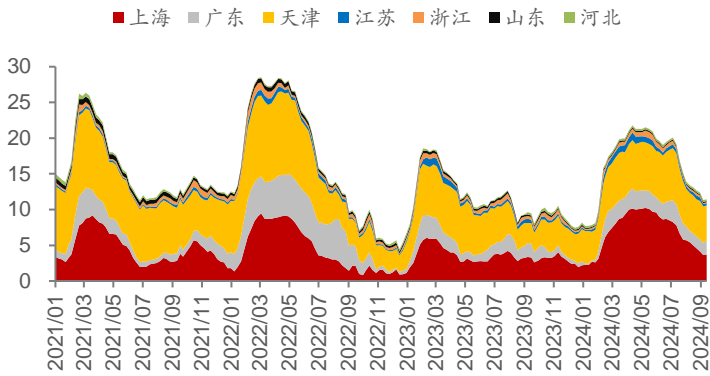
	2024/09/06	2024/09/13	2024/09/20	单位
国产 (周)	1450	1450	1450	元/金属吨
进口 (周)	-40.0	-40.0	-40.0	美元/千吨
内蒙古	1600	1600	1600	元/金属吨
云南	1400	1400	1400	元/金属吨
湖南	1500	1500	1500	元/金属吨
广西	1500	1500	1500	元/金属吨
陕西	1300	1300	1300	元/金属吨
四川	1400	1400	1400	元/金属吨
甘肃	1400	1400	1400	元/金属吨

来源：SMM，中泰证券研究所

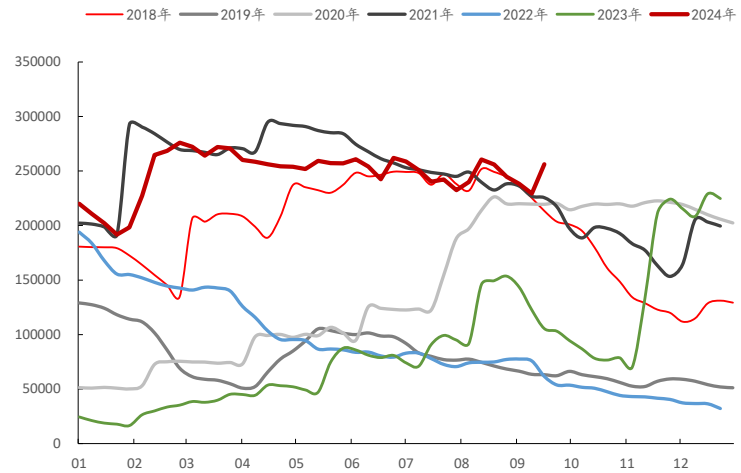
- 本周沪伦比值回落至至 8.3 左右震荡，锌锭进口窗口关闭。海外来看，美联储以 50 个基点的幅度开启降息周期，点阵图暗示今年将再降 50 个基点，提振市场情绪，带动伦锌大幅上行；而国内来看，中秋节沪锌休市两天，美联储降息 50 个基点后，市场对于国内政策乐观，宏观情绪转好，沪锌重心上移，但整体沪锌走势弱于伦锌，预计下周沪伦比值或将上修。
- **库存变化：**据 SMM 调研，截至本周四（9 月 19 日），SMM 七地锌锭库存总量为 11.45 万吨，较 9 月 9 日减少 0.31 万吨，较 9 月 12 日增加 0.11 万吨，国内库存录增。上海地区库存录增，周内上海地区进口锌锭仓库到货，叠加节后锌价高位下游刚需采购，整体库存小幅增加；广东地区库存增加明显，主因周内仓库到货较多，而下游需求未见明显改善，库存增加较多；天津地区库存继续录减，主因冶炼厂检修下周内天津仓库到货持续偏少，加上节后下游刚需补库，整体库存继续下滑。整体来看，原三地库存增加 0.15 万吨，七地库存增加 0.11 万吨。LME 方面，截至 9 月 20 日，伦锌库存量 256,150 吨，较上周增加 26,850 吨。

图表 84：国内锌七地库存 (万吨)

图表 85：LME 锌库存变动趋势 (吨)

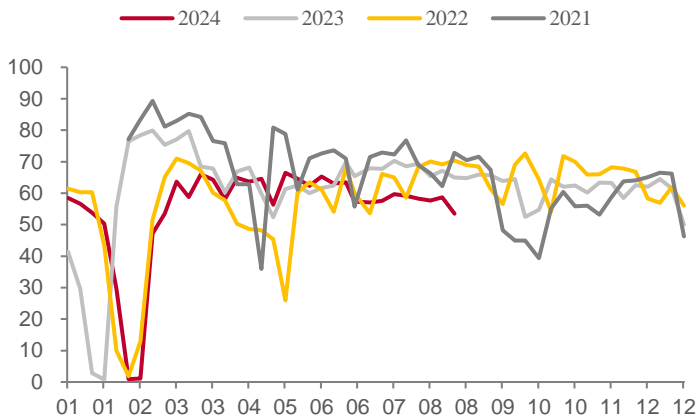


来源：SMM，中泰证券研究所



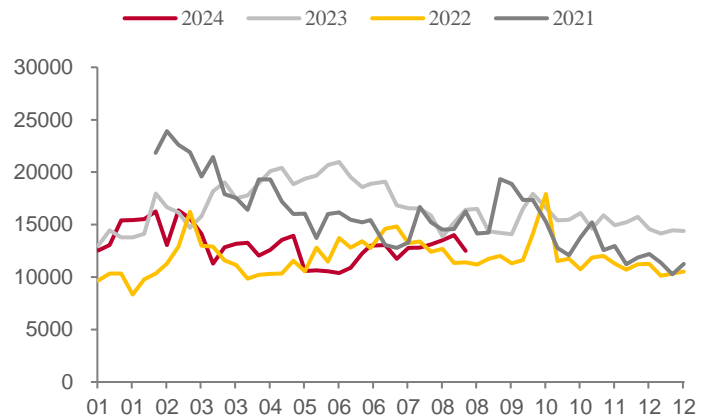
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 86: 镀锌开工率 (%)



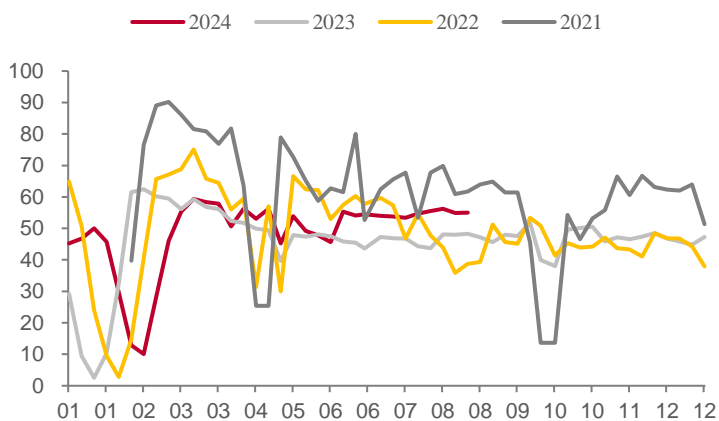
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 87: 镀锌原料库存 (吨)



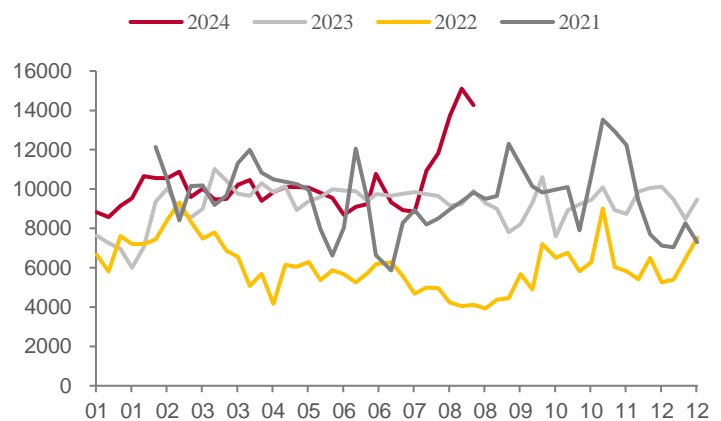
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 88: 压铸开工率 (%)



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 89: 压铸原料库存 (吨)



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 90: 氧化锌开工率 (%)

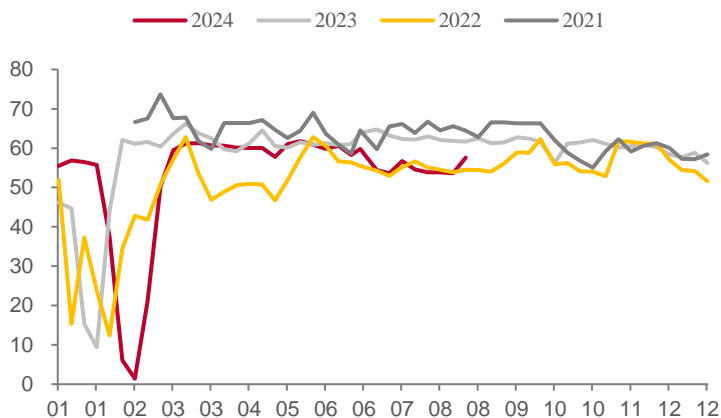


来源：SMM，中泰证券研究所

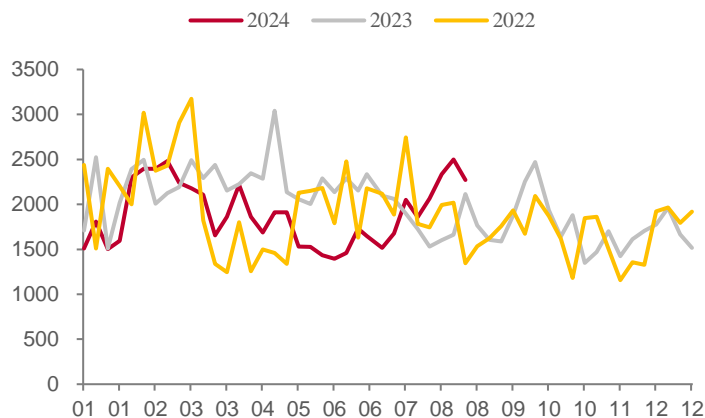
图表 91: 氧化锌原料库存 (吨)



来源：SMM，中泰证券研究所



来源: SMM, 中泰证券研究所



来源: SMM, 中泰证券研究所

4.4 钢铁: 成本及节前备货需求支撑钢价

- **钢价小幅上升:** Myspic 综合钢价指数环比上周上升 0.37%, 其中长材上升 0.53%, 板材上升 0.16%。上海螺纹钢 3310 元/吨, 较上周下降 0.3%。上海热轧卷板 3140 元/吨, 较上周上升 0.32%。

图表 92: 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	121.89	121.44	0.37%	119.06	2.38%	145.24	-16.08%
MySpic指数:长材	141.11	140.36	0.53%	136.2	3.60%	161.7	-12.73%
MySpic指数:扁平	103.51	103.34	0.16%	102.67	0.82%	129.5	-20.07%
上海螺纹钢	3310	3320	-0.30%	3180	4.09%	3860	-14.25%
基差	145	130	15	8	137	18	127
广州-沈阳价差	50	90	-40	-50	100	120	-70
上海-沈阳价差	-40	0	-40	-110	70	-10	-30
上海热轧板卷	3140	3130	0.32%	3120	0.64%	3910	-19.69%
基差	-88	-115	27	-97	9	-22	-66
不锈钢 (201/2B卷板:2.0mm)	8050	8200	-1.83%	8450	-4.73%	9125	-11.78%
取向硅钢 (30Q120)	12575	12375	1.62%	12200	3.07%	16600	-24.25%
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

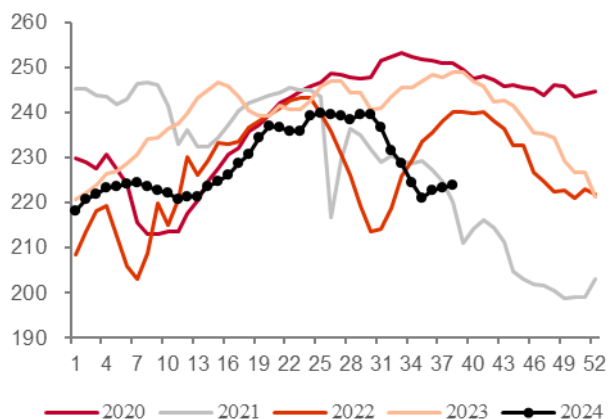
- **供应增加:** 本周五大钢材品种供应 808.02 万吨, 周环比上升 7.24 万吨。
- **库存波动:** 本周五大钢材总库存 (社库+厂库) 1380.59 万吨, 周环下降 37 万吨, 下降 2.61%。

图表 93: 本周库存波动对比 (万吨)

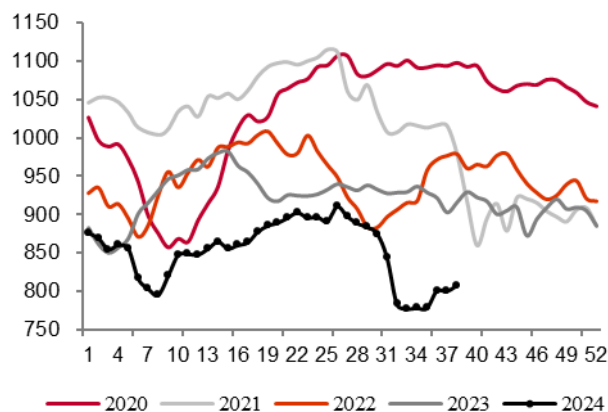
万吨	本周产量 2024/9/20	环比上周 2024/9/13	本周社库 2024/9/20	环比上周 2024/9/13	本周厂库 2024/9/20	环比上周 2024/9/13
螺纹	194.23	6.31	321.52	-34.56	143.94	6.39
线材	82.17	1.66	65.14	3.34	45.16	0.11
热轧	301.28	-0.89	332.93	-6.73	88.80	-2.75
中厚	145.77	-0.08	131.73	-2.90	78.50	1.80
冷轧	84.57	0.24	130.32	-2.46	42.55	0.76
合计	808.02	7.24	981.64	-43.31	398.95	6.31

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 94: 247 家钢企铁水日均产量 (万吨)
图表 95: 五大品种周度产量合计 (万吨)

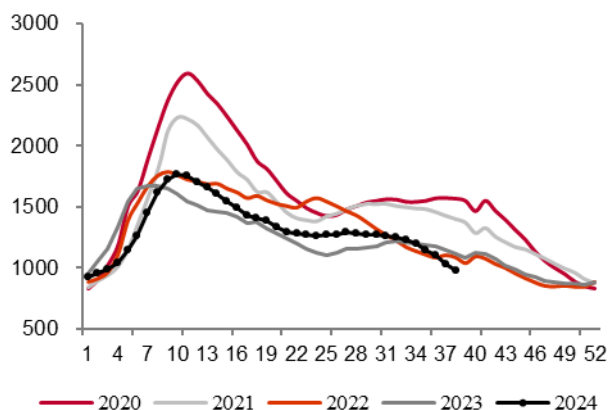


来源: Mysteel, 中泰证券研究所



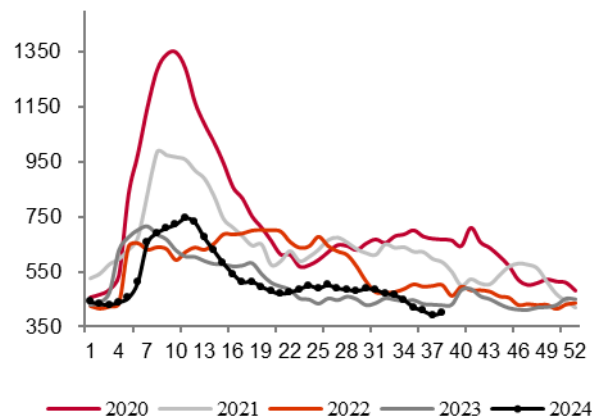
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 96: 历年五大品种社库波动 (万吨)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

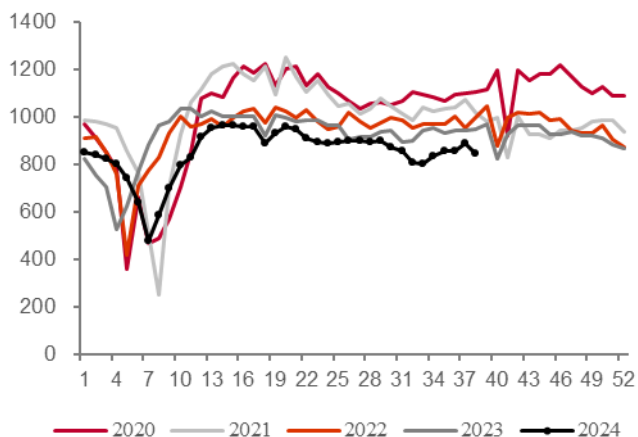
图表 97: 历年五大品种厂库波动 (万吨)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

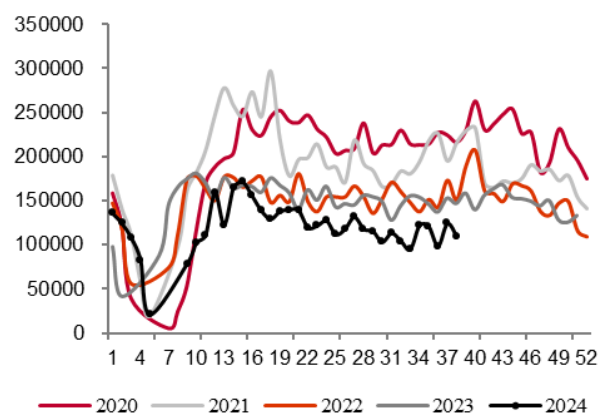
- **淡季弱需求效应减弱:** 本周五大品种周消费量为 844.5 万吨, 环比下降 5.25%; 其中建材消费环比下降 10.13%, 板材消费环比下降 2.32%。建材成交量 10.94 万吨, 环比下降 12.12%。

图表 98: 五大品种总表观消费量 (万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 99: 5 日平均建筑钢材成交量 (吨)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

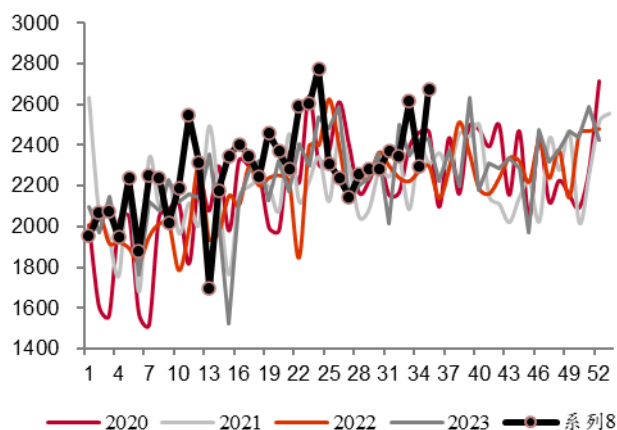
- **矿价震荡:** 本周 Platts62% 92.6 美元/吨, 周环比下降 0.05 美元/吨。本周澳洲巴西发货量 2674.4 万吨, 环比增加 12%, 其中中国到港量 1130.8 万吨, 环比下降 12.35%。最新钢厂进口矿库存天数 18 天, 环比下降 1

天。天津准一冶金焦 1690 元/吨，环比下降 50 元/吨。废钢 2190 元/吨，环比下降 60 元/吨。

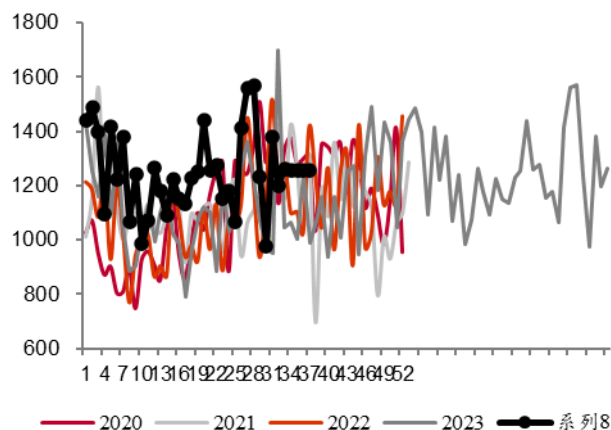
图表 100: 钢铁主要生产要素价格一览

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	92.6	92.65	-0.05	95.1	-2.5	124.65	-32.05
	澳洲PB粉61.5%	元/湿吨	685	698	-13	708	-23	948	-263
	澳洲超特56.5%	元/湿吨	575	590	-15	590	-15	830	-255
	卡粉-PB粉	元/湿吨	-685	-698	13	-708	23	-948	263
	卡粉-超特	元/湿吨	-575	-590	15	-590	15	-830	255
	PB粉-超特	元/湿吨	110	108	2	118	-8	118	-8
铁矿运费	图巴朗-青岛	美元/吨	28	27.24	0.76	25.3	2.7	21.9	6.1
	西澳-青岛	美元/吨	11.79	11.37	0.42	10.82	0.97	9.66	2.13
双焦	天津准一冶金焦	元/吨	1690	1640	50	1790	-100	2240	-550
	京唐港主焦煤	元/吨	1730	1730	0	1750	-20	2250	-520
张家港废钢		元/吨	2190	2130	60	2140	50	2640	-450
唐山方坯Q235		元/吨	2900	2910	-10	2870	30	3570	-670

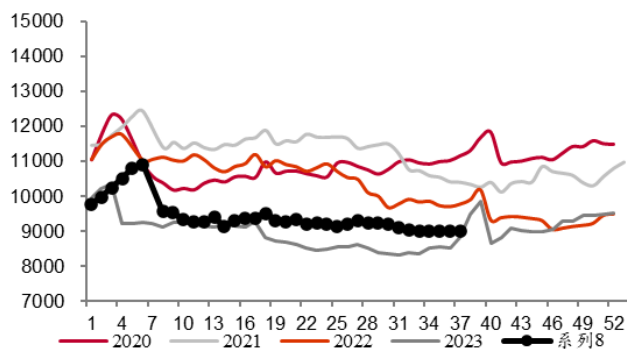
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 101: 澳洲巴西铁矿石发货量 (万吨)


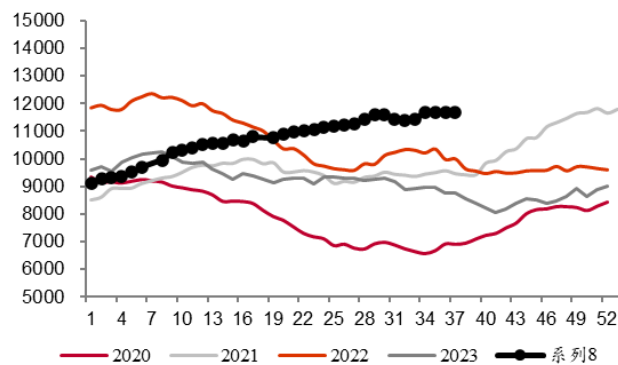
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 102: 中国铁矿石到港量 (万吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 103: 进口矿港口库存 (万吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

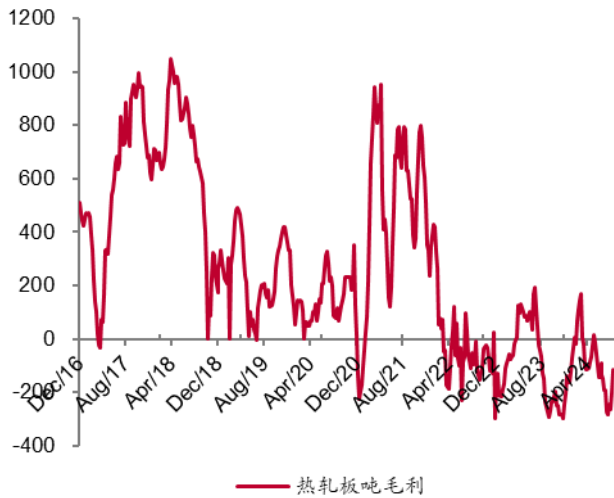
图表 104: 进口矿钢厂库存 (万吨)


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-117 元/吨, 毛利率下降

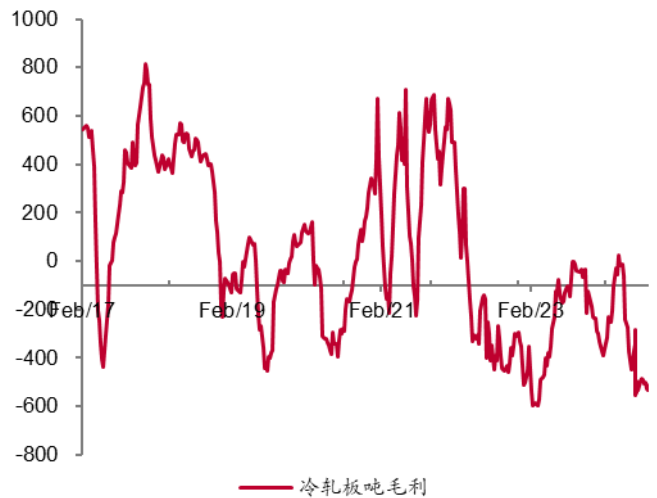
4.1pct; 冷轧板(1.0mm)毛利-534 元/吨, 毛利率降-17.01pct; 螺纹钢(20mm)毛利 134 元/吨, 毛利率上升 4.57pct; 中厚板(20mm)毛利-244 元/吨, 毛利率下降 8.48pct。

图表 105: 热轧卷板毛利变化 (元/吨)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 106: 冷轧卷板毛利变化 (元/吨)



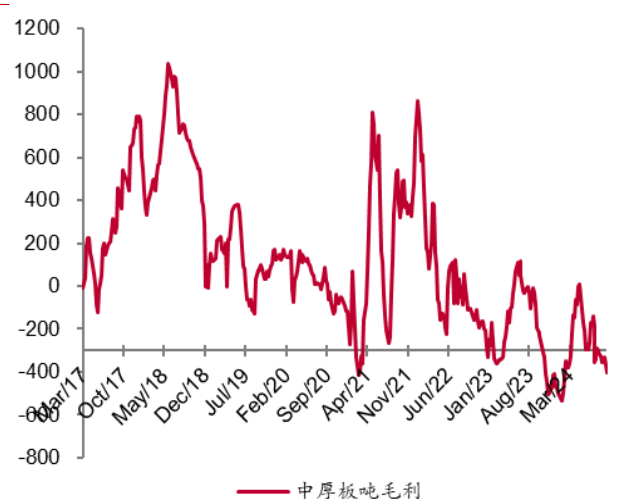
来源: wind、中泰证券研究所

图表 107: 螺纹钢毛利变化 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 108: 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

- **1) 贵金属:** 本周, 美联储超预期降息 50BP, 海外黄金 ETF 持仓走高, 金价持续刷新历史新高, 中长期看, 美国远端国债实际收益率处于 2% 左右历史高位, 高利率下美国经济压力逐步显现, 随着全球信用格局重塑, 贵金属价格将保持长期上行趋势。
- **2) 大宗金属:** 本周, 海外降息落地, 流动性宽松叠加旺季带动, 主要金属延续去库趋势, 整体价格有所提振。在长期供需格局重塑背景下, 大宗金属价格进一步下行的空间有限, 行业有望维持长期高景气, 尤其是铜铝更是如此。

6.风险提示

- 宏观经济波动带来的风险
- 政策变动带来的风险
- 测算前提假设不及预期
- 金属价格波动风险
- 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。本报告仅供本公司的客户使用。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。