

美就业放缓加息渐尽黄金配置正当时，关注云南电力问题对铝锌供应影响

有色-基本金属行业周报

报告摘要:

► 贵金属：美国就业放缓，经济显示疲弱迹象，加息渐尽黄金配置正当时

本周 COMEX 黄金下跌 1.17% 至 1,994.10 美元/盎司，COMEX 白银下跌 1.22% 至 25.16 美元/盎司。SHFE 黄金下跌 1.88% 至 442.50 元/克，SHFE 白银下跌 3.06% 至 5,609 元/千克。本周金银比走高至 79.27。本周 SPDR 黄金 ETF 持仓减少 65,048.72 金衡盎司，SLV 白银 ETF 持仓减少 3,583,132.20 盎司。

本周多位美联储官员表态显示，通胀仍是当下的关注点。美联储官员仍然认为当下通胀过高，需要在紧缩政策上有所行动，市场预期美联储 5 月加息 25 个基点的概率目前已经达到 80% 以上。就业数据正显示更多放缓迹象，美国上周初请失业金人数温和增长至 24.5 万人，高于前值及预期的 24 万人；同时，持续申请失业救济的人数跃升至 187 万人，这是自 2021 年 11 月以来的最高水平。虽然就业有放缓，但整体表现依旧相对强劲，且通胀缓和但有不确定性，加之本周公布的美国 4 月制造业 PMI 超预期表现，令美联储仍有一次加息空间。考虑到目前已出现的经济疲弱迹象、劳动力市场降温以及持续高利率所带来的影响将愈发显著，加息将近尾声将愈发明晰。中短期而言，美国银行担忧仍在，更长时间且更高的利率水平将令衰退风险进一步增加，加息渐近尾声。长期角度看，“去美元化”的关注度提升，在此过程中黄金价值也愈发凸显。

► 基本金属：加息渐尽宏观压力整体缓和，关注云南电力问题对铝、锌扰动

本周 LME 市场铝、锡价格较上周上涨 0.52%、4.39%，铜、锌、铅较上周下跌 2.91%、4.50%、0.30%。SHFE 市场，铝、锡价格较上周上涨 0.88%、7.41%，铜、锌、铅价格较上周下跌 1.98%、2.30%、0.10%。

铜：矿冶两端作用令 TC 继续上行，消费有待进一步走强

宏观方面，从周度初请失业金人数看，美国劳动力市场仍有降温迹象。本周多位美联储官员表态显示通胀仍是重要关注点，后续仍有一次加息空间，布拉德则更为鹰派。整体加息即将结束，但本周美国制造业 PMI 表现超预期令宏观略有承压。

基本上，海外矿山生产及发运恢复，进口铜精矿指数环比继续上行，考虑到发运船期的影响，海外此前的扰动将继续减退。海外干扰减弱，同时 QB2 投产，矿端供应增长；与此同时，3-4 月国内铜冶炼厂集中检修，对矿需求亦有所减弱，供需两端作用下，预计后续铜矿 TC 将继续上行。而进入 4

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：晏溶

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

SACNO：S1120519100004

分析师：周志璐

邮箱：zhouzll@hx168.com.cn

SACNO：S1120522080002

研究助理：温佳贝

邮箱：wenjb@hx168.com.cn

研究助理：黄舒婷

邮箱：huangst@hx168.com.cn

相关研究：

- 《基本金属周报|美3月CPI超预期降温，加息渐尽黄金配置正当时》
2023.4.16
- 《行业深度|电解铝：2023年国内供增有限需求转暖，盈利有望迎来修复》
2023.2.6
- 《行业点评|美联储加息25bp符合预期，加息渐尽&衰退渐近令黄金价值凸显》
2023.3.23

月，仍有一些冶炼厂密集检修，或影响电解铜供应的增长节奏，但由于检修冶炼厂阳极铜备库充足，且仍有新投产产能，4月冶炼产量预计仍是呈现增长。而中期检修恢复叠加炼厂扩建项目落地，铜产量有望继续呈现增长。

消费端，本周铜价下跌，带动铜杆采购表现，但近期铜杆消费表现一般。终端行业看，3-4月空调企业排产多带动铜管开工率提升，但5月后订单增长还需关注；一季度家电行业表现较好带动漆包线表现，但后续部分品类销量将进入淡季。市场消费复苏较为缓慢，有待关注后续消费表现。

铝：海外供应预计呈现增长，云南来水偏枯关注电力问题

海外方面，随着劳资纠纷的结束，海德鲁旗下 Hydro Ardal 和 Hydro Karmoy 铝厂的运营以及产品运输将会恢复。近期欧洲能源价格回落，存在海外复产预期。同时，力拓开始投建其位于魁北克省阿尔马的冶炼厂，以将其低碳铝锭的产能提高 20.2 万吨；印尼华青铝业通电投产，将贡献增量。后续海外供应预计呈现增量。

国内方面，3月铝土矿同环比呈现增长趋势，而根据统计局数据，1-3月我国氧化铝累计产量同比增长 6.3%，其中山东和广西氧化铝产量分别同比增长 16.44% 和 17.28%。随着新投产氧化铝产能逐步释放，氧化铝供应过剩的压力愈发显著，预计未来对海外氧化铝依赖度将再降低。同时由于对俄出口大幅增长，氧化铝出口继续维持高增长，3月份氧化铝出口同比增长 313.6%，1-3月累计出口 31 万吨，同比增 1362.9%。电解铝方面，3月电解铝产量呈现同比增长，4月，在贵州、四川、广西等地区增量继续之下，预计运行产能继续抬升，但近期云南来水不足再受关注，导致市场再度对云南电力问题产生担忧。中期而言，限电解除及产能新投将继续贡献产量增长，但也逐渐逼近国内规定的产能上限，同时继续关注电力问题是否影响铝供应的稳定性。

3-4月为铝传统旺季，3月国内铝杆企业开工率显著提升，预计4月仍将维持高位，后续对国内消费预期较好。海外供应预计增长，关注云南电力问题对供应的扰动，而消费边际好转或带动铝价反弹。

铅：供需两淡格局延续，淡季及出口不足制约消费表现

3月铅精矿进口量环比下滑 44.81%，同比下滑 16.08%，1-3月进口累计同比增长 37.07%。本周原生铅及再生铅冶炼企业的检修仍在延续，供应收紧，本周再生铅开工率大致持平。进入5月，再生铅有自检修中恢复的预期，但原生铅5月之后检修或仍有增加。消费端，淡季影响持续，同时3月在进口窗口关闭及国内库存较低的背景之下，精铅出口同比下滑 53.14%，也抑制需求表现。展望后续，供需两淡仍将延续，铅价维持弱势。

锌：检修令供应增速放缓，关注后续云南电力问题

海外方面，海外电价回落，关注后续是否有海外炼厂逐步复产，预计后续海外冶炼端产量呈现增长。

国内方面，去年海外能源危机致欧洲锌炼厂停产后，四季度海外矿原料持续流入国内，在原料充足及由此带来的高 TC 之下，冶炼厂原料、利润充足，产量呈现增长态势。在国内炼厂 3-4 月检修、TC 下滑影响利润等因素影响下，3 月锌矿进口有所回落。而进入 4 月，陕西、湖南花垣、内蒙古炼厂临时检

修，以及云南来水偏枯所可能导致的限电问题，均将让精炼锌供应增速开始放缓。展望未来，若后续欧洲冶炼厂复产，中期全球矿产难放量，冶炼端可能面临国产及进口矿有限的原料紧张问题，而国内电力供应的扰动也仍可能继续导致供应不及预期。

需求端，锌价走低，刚需采购带动国内锌锭去库，库存仍在多年低位。镀锌有基建支撑，氧化锌及压铸合金尚待更多增长。供应增长压力之下，关注需求表现。

锡：佤邦禁矿开采刺激锡价上涨，当下需关注消费问题

4月15日缅甸佤邦中央经济计划委员会发布通知，将于今年8月1日后暂停一切矿产资源的开采与挖掘，对于合同未到期，还在开采的公司企业给予三个月时间做好善后工作。由于缅甸是我国锡矿最大进口来源国，且锡矿本就存在供应偏紧、品位走低的问题，且长期矿供应紧张难以改善，因而佤邦消息刺激国内锡价大幅上涨，但目前还通知能否实施尚未有定论，且锡矿出口是佤邦重要财政来源，关注事态后续发展情况。

目前锡矿紧张局面延续，由于加工费过低，已接近部分冶炼厂的成本，而3月锡矿进口有所改善，环比增长27.68%，但同比仍下降24.35%，1-3月累计进口量同比下降37.45%，总体锡矿进口仍显偏紧。本周云南部分冶炼厂再度减产，叠加此前停产的尚未恢复，国内锡冶炼厂开工率有所下滑。而当下重点是消费问题，传统消费领域仍难见明显起色，关注光伏等领域的拉动。

► 小金属：节前备货及国际价格带动钼价反弹，钒价弱势有待需求发力

本周钼精矿价格较上周上涨7.43%，钼铁价格较上周上涨5.41%。本周钼产品价格有所反弹，虽仍有下游钢企压价因素存在，但临近假期下游备货积极性有所提高。同时，原料端挺价，下方成本支撑力度渐显，以及国际钼价上调也带动本周钼产品价格的上行。当下钼价走势仍在于需求，基建、建筑施工提升有望带来钢材用量需求的增长，有待关注后续需求进一步的修复情况，中期原料端难放量仍有利好。

本周五氧化二钒价格较上周下跌7.00%至11.95万元/吨，钒铁价格较上周下跌3.70%至13.00万元/吨，钒电池指数本周下跌4.39%报收1448.7点。本周钒价下跌，钢招压力仍在，由于需求不佳因而下游钢厂压价，但原料供应同样较多，同时成本支撑偏弱。未来在扩内需政策作用下，钒市有望持稳。中期而言，钒液流电池项目持续推出，需求增量空间广阔，将令供需格局趋于紧张，继续带动钒价稳步上行。

投资建议

美国加息弊端显性化，就业降温，银行风险仍存，通胀维持高韧性，加息渐尽、衰退渐近的大方向较为明晰，黄金价值凸显。受益标的：【中金黄金】、【招金矿业】、【山东黄金】、【银泰黄金】、【赤峰黄金】。

海外供应有所增长，国内云南电力或扰动，铝下游处于旺季，消费显著回升，去库较好，或带动铝价表现。受益标的：【天山铝业】、【云铝股份】、【中国铝业】、【南山铝业】。

铜供应面临增长压力，消费端海外衰退担忧升温，国内消

费旺季对需求有预期，铜价有望企稳。受益标的：【紫金矿业】、【江西铜业】。

风险提示

- 1) 美联储政策收紧超预期，经济衰退风险；
- 2) 俄乌冲突继续恶化；
- 3) 国内疫情影响消费超预期；
- 4) 海外能源问题再度严峻。

正文目录

1. 美就业放缓加息渐尽黄金配置正当时，关注云南电力问题对铝锌供应影响	6
1.1. 贵金属	6
1.2. 基本金属	10
1.3. 小金属	18
1.4. 行情回顾	22
2. 风险提示	24

图目录

图 1 SHFE 黄金价格及库存 (元/克, 千克)	9
图 2 COMEX 黄金价格及库存 (美元/盎司, 金衡盎司)	9
图 3 SHFE 白银价格及库存 (元/千克, 公斤)	9
图 4 COMEX 白银价格及库存 (美元/盎司, 金衡盎司)	9
图 5 金银比	10
图 6 COMEX 非商业净多持仓 (张)	10
图 7 SPDR 黄金 ETF 持仓 (金衡盎司)	10
图 8 SLV 白银 ETF 持仓 (盎司)	10
图 9 SHFE 基本金属涨跌 (2021.1.4 为基期)	17
图 10 LME 基本金属涨跌 (2021.1.4 为基期)	17
图 11 SHFE 铜价及库存 (元/吨, 吨)	17
图 12 LME 铜价及库存 (美元/吨, 吨)	17
图 13 SHFE 铝价及库存 (元/吨, 吨)	17
图 14 LME 铝价及库存 (美元/吨, 吨)	17
图 15 SHFE 锌价及库存 (元/吨, 吨)	18
图 16 LME 锌价及库存 (美元/吨, 吨)	18
图 17 SHFE 铅价及库存 (元/吨, 吨)	18
图 18 LME 铅价及库存 (美元/吨, 吨)	18
图 19 SHFE 锡价及库存 (元/吨, 吨)	18
图 20 LME 锡价及库存 (美元/吨, 吨)	18
图 21 钨精矿价格 (万元/吨)	21
图 22 钨产品价格 (万元/吨)	21
图 23 钼精矿及钼铁价格 (元/吨, 万元/基吨)	21
图 24 海绵钛价格 (万元/吨)	21
图 25 镁锭价格 (元/吨)	21
图 26 锆产品价格 (元/千克)	21
图 27 精铟价格 (元/千克)	22
图 28 铬产品价格 (元/吨)	22
图 29 精铋价格 (元/吨)	22
图 30 铋锭及铋精矿价格 (元/吨)	22
图 31 一周板块涨跌 (%)	23
图 32 有色细分行业周涨跌 (%)	23
图 33 个股涨幅前十 (%)	24
图 34 个股跌幅前十 (%)	24

1.美就业放缓加息渐尽黄金配置正当时，关注云南电力问题对铝锌供应影响

1.1.贵金属

1.1.1.一周重点新闻

1. 金融压力挥之不去，美联储对银行的紧急贷款五周来首次增加

美国银行业在五周内首次增加了来自美联储的紧急借款，这表明在上个月一系列银行倒闭后，金融领域的压力仍然挥之不去。根据当地时间周四公布的数据，在截至4月19日当周，美联储通过两个支持贷款工具向金融机构提供了1439亿美元的未偿贷款，而上周为1395亿美元。美联储每周资产负债表数据显示，从美联储传统的支持贷款计划（即贴现窗口）获得的贷款规模为699亿美元，前一周为676亿美元，上个月达到创纪录的1529亿美元。新工具（BTFP）的融资贷款也攀升至740亿美元，前一周为718亿美元。（格隆汇）

2. 美联储褐皮书：近几周经济增长陷入停滞 通胀和招聘活动放缓

美联储在褐皮书中表示，最近几周美国经济增长陷入停滞，招聘和通胀放缓，信贷获得渠道变窄。褐皮书称，“最近几周总体经济活动几乎没有变化，几个辖区指出在不确定性增加和对流动性的担忧加剧之际，银行收紧了贷款标准。”“在本报告所述期间，总体物价水平温和上升，但价格上涨速度似乎放缓”。这是自3月初硅谷银行倒闭引发金融市场动荡以来公布的第一份美联储褐皮书。（财联社）

3. 世界黄金协会：今年全球宏观环境等利于黄金表现

世界黄金协会日前发布最新研究报告指出，全球多国央行2022年购金量达1136吨，创历史新高，且2023年该趋势仍在延续。报告聚焦中国投资者群体，分析了2023年黄金投资的潜在机会与价值。报告指出，2022年，人民币计价黄金的收益率达到10%，跑赢了大多数资产；2023年，全球宏观环境，包含潜在的经济衰退和滞胀风险以及美联储加息周期即将见顶的可能性，利于黄金表现。（经济参考网）

4. 美PMI超预期走强，联储加息又获支撑

周五（4月21日）美股开盘后不久，金融分析公司标普全球公布的最新数据报告显示，美国多个行业出现了好转迹象，但可能意味着美联储需要更强的货币紧缩政策。

具体数据显示，美国4月份制造业PMI初值从3月的49.2升至50.4，为近6个月以来的最高水平；服务商业活动指数（服务业PMI）初值则从52.6升至12个月高点53.7，市场原先预测两项数据将分别降至49.0和51.5。

这使得4月综合PMI产出指数（综合PMI）初值录得53.5，较3月的52.3上升了1.2点，强于市场预期的52.8，是近11个月以来的最高水平。

PMI通过对采购经理的月度调查汇总而来，是衡量行业发展状况的“晴雨表”，反映未来经济变化趋势。指数通常以50为临界点，高于50，代表某领域处于扩张状态；低于50，则表明领域处于萎缩状态。

标普全球市场情报首席商业经济学家威廉姆森在报告中写道，最新的调查结果进一步显示，商业活动确实恢复了增长势头。他还表示，最新数据表明GDP的年化增长率可能略高于2%。

威廉姆森补充称，增长的基础也很广泛，消费从商品转向服务业，而商品生产商也报告了需求再次回升的迹象。他还提到，就业增长随着需求的复苏而加速，有报道称职位空缺更容易填补，反映出劳动力供应的改善和工资的上涨。

不过，这对于希望就业市场降温的美联储来说并不是一个好消息，工资恢复上涨可能会给央行压抑通胀带来阻力。最终导致的结果可能是美联储需要将利率提高到更高的水平，并将高利率维持更长的一段时间。

数据发布后，美元指数一度跳涨30点，升破102关口；现货黄金、白银显著走低。发稿前不久，芝商所“美联储观察”工具显示，市场预期该行5月加息25个基点的概率已经达到88.6%。（财联社）

5. 美国初请失业金人数温和上升

美国上周初请失业金人数温和增加，表明劳动力市场正在逐渐放缓。春季假期导致一些学区的辅助人员暂时失业，加上科技和利率敏感行业裁员潮过后，人们已经用完遣散费，这些因素可能是上周初请失业金人数上升的部分原因。尽管就业市场正在放缓，但目前的初请失业金人数显示就业增长依然强劲，这让美联储可能在下个月再次加息，然后才会暂停自1980年代以来最快的加息。美联储周三发布的褐皮书称，4月初就业增长“有所放缓”，“几个地区报告的增长速度较近期报告有所放缓”。受访者报告称，劳动力市场变得不那么紧张了，并指出“少数公司报告大规模裁员”，这些裁员“集中在最大公司的一小部分”。（金十数据）

1.1.2. 贵金属：美国就业放缓，经济显示疲弱迹象，加息渐尽黄金配置正当时

本周多位美联储官员表态显示，通胀仍是当下的关注点。洛根认为通胀水平一直以来都太高了；鲍曼则指出降低通胀对经济至关重要；梅斯特表示通胀顽固，倾向于提高利率至 5% 以上，同时紧缩周期更加趋近于结束；博斯蒂克赞成再加息一次，然后暂停；美联储威廉姆斯认为美国通胀仍然“太高”；而作为大鹰派，布拉德同意紧缩周期可能接近尾声，但终端利率更高，需要再上升个百分点达到 5.50% 至 5.75% 之间。总体上，美联储官员仍然认为当下通胀过高，需要在紧缩政策上有所行动，市场预期美联储 5 月加息 25 个基点的概率目前已经达到 80% 以上。

而就业数据正显示更多放缓迹象，美国上周初请失业金人数温和增长至 24.5 万人，高于前值及预期的 24 万人，显示劳动力市场的紧张局面正在放缓；同时，持续申请失业救济的人数跃升至 187 万人，这是自 2021 年 11 月以来的最高水平。美联储周三发布的褐皮书也显示，4 月初就业增长有所放缓，“几个地区增长速度较近期报告有所放缓”。虽然就业有放缓，但整体表现依旧相对强劲，且通胀缓和但有不稳定性，加之本周公布的美国 4 月制造业 PMI 超预期表现，令美联储仍有一次加息空间。

而美国经济仍继续显示疲弱迹象，美联储发布的褐皮书显示，近几周美国经济增长陷入停滞，几个辖区指出在不稳定性增加和对流动性的担忧加剧之际，银行收紧了贷款标准。同时，美国银行业在五周内首次增加了来自美联储的紧急借款，显示金融领域压力仍在。

考虑到目前已出现的经济疲弱迹象、劳动力市场降温以及持续高利率所带来的影响将愈发显著，加息接近尾声将愈发明晰。中短期而言，美国银行担忧仍在，更长时间且更高的利率水平将令衰退风险进一步增加，加息渐近尾声。而从更长期角度看，“去美元化”的关注度提升，在此过程中黄金价值也愈发凸显。美国加息弊端显性化，通胀降温但有不稳定性，加息渐尽、衰退渐近的大方向较为明晰，黄金配置正当时。

1.1.3. 价格及库存

本周 COMEX 黄金下跌 1.17% 至 1,994.10 美元/盎司，COMEX 白银下跌 1.22% 至 25.16 美元/盎司。COMEX 黄金库存增加 232,264 金衡盎司，COMEX 白银库存减少 297,221 金衡盎司。SHFE 黄金下跌 1.88% 至 442.50 元/克，SHFE 白银下跌 3.06% 至 5,609 元/千克。SHFE 黄金库存减少 36 千克，SHFE 白银库存减少 13,651 千克。

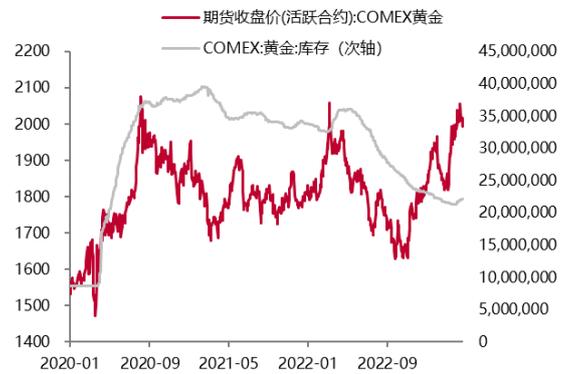
本周金银比走高至 79.27。本周 SPDR 黄金 ETF 持仓减少 65,048.72 金衡盎司，SLV 白银 ETF 持仓减少 3,583,132.20 盎司。

图 1 SHFE 黄金价格及库存 (元/克, 千克)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 COMEX 黄金价格及库存(美元/盎司, 金衡盎司)



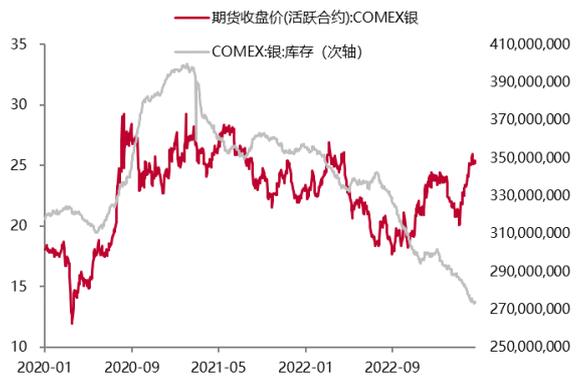
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 SHFE 白银价格及库存 (元/千克, 公斤)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 COMEX 白银价格及库存(美元/盎司, 金衡盎司)



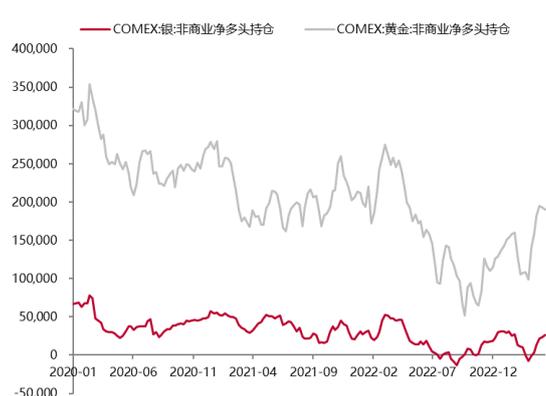
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 金银比



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 COMEX 非商业净多持仓（张）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 SPDR 黄金 ETF 持仓（金衡盎司）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 SLV 白银 ETF 持仓（盎司）



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2.基本金属

1.2.1.本周上市公司年报披露情况

1. 云南铜业公布年报

据公司公告，2022 年全年公司实现营业收入 1349.15 亿元，同比增长 6.18%；实现归母净利润 18.09 亿元，同比增长 178.63%。基本每股收益 1.0348 元/股。第四季度公司实现营业收入 368.63 亿元，环比增长 9.56%，同比增长 8.24%；实现归母净利润 3.27 亿元，环比下降 58.27%，同比增长 156.39%。

2022 年，阴极铜业务营收占比 75.18%。公司铜精矿含铜产量 6.26 万吨，同比降低 17.31%。阴极铜生产量 134.92 万吨，同比增长 0.14%；销量 171.00 万吨，同比增长 8.61%；营收 1014.23 亿元，同比增长 5.86%；毛利率 3.37%，同比增长

1.14%。2022 年，公司西南铜业搬迁项目正式开工建设，资本运作项目按期实现满额募集。

2. 章源钨业公布年报

据公司公告，2022 年全年公司实现营业收入 32.03 亿元，同比增长 20.23%；实现归母净利润 2.03 亿元，同比增长 23.24%。基本每股收益 0.22003 元/股。第四季度公司实现营业收入 6.97 亿元，环比下降 16.06%，同比增长 11.09%；实现归母净利润 0.26 亿元，环比下降 29.43%，同比下降 64.41%。

2022 年公司产品产量 1.56 万吨，同比增长 1.15%；销量 1.53 万吨，同比增长 3.42%。据中国钨业协会 2022 年度统计数据，2022 年公司钨粉产量排名国内行业第一，碳化钨粉产量排名国内行业第二。2022 年，公司矿山各项开采指标均完成年初计划，钨、锡、铜总产量 5,276.47 吨；钨粉销量 4,041.07 吨，同比增加 0.81%；碳化钨粉销量 4,803.69 吨，同比增加 14.32%；热喷涂粉销量 373.34 吨，同比增加 43.76%。

2022 年，公司营业总收入同比增长 20.23%，其中，由于钨产品销售量稳步上升，钨深加工产品销售收入同比增长 23.03%，其他业务受副产品销售量减少的影响，销售收入同比下降 10.88%。2023 年公司计划销售收入 33 亿元。

3. 东方锆业公布年报

据公司公告，2022 年全年公司实现营业收入 13.70 亿元，同比增长 6.48%；实现归母净利润 0.99 亿元，同比下降 34.22%。基本每股收益 0.14 元/股。第四季度公司实现营业收入 3.51 亿元，环比增长 17.48%，同比增长 18.56%；实现归母净利润-0.29 亿元，环比由盈转亏，亏损增加 0.38 亿元，同比由盈转亏，亏损增加 0.57 亿元。

公司 2022 年度的业绩主要来源于锆系列制品的经营业务，经营利润主要来源于锆系列制品业务收入的增长和成本、费用的有效控制。2022 年度，公司的主营品种的销售情况和盈利能力在整体经济下行的背景下同比略有提升，这得益于公司持续加大研发投入，产品技术不断创新，除了提高传统领域的市占率外，更是加大了对新兴应用领域的市场拓展。

2022 年公司净利率较低的主要原因在于，为了保障铭瑞锆业明达里矿山的顺利达产，矿山重启工程的前期费用等较大的投入，致使铭瑞锆业当期的经营费用明显增加。虽然受到地缘政治因素对国际贸易冲击，但随着海外市场需求的逐步释放，海外订单创近年新高。2022 年度公司外销收入 25,166.06 万元，同比增幅

68.32%，主要在于新客户数量的增加，并与数个国际大客户签订了年度长期协议。

矿山重启和收购：澳洲明达里复产项目在稳步推进，目前已经完成了矿区复产审批、项目团队招聘、投产前的准备工作和前期工程等，进展顺利。另外，公司参股公司 Image 收购了储量丰富、未来长期布局的 Eneabba 项目和 McCalls 项目，进一步延长了 Image 的采矿寿命。

4. 明泰铝业公布年报

据公司公告，2022 年全年公司实现营业收入 277.81 亿元，同比增长 12.87%；实现归母净利润 15.99 亿元，同比下降 13.68%。基本每股收益 1.66 元/股。第四季度公司实现营业收入 57.61 亿元，环比下降 11.92%，同比下降 23.82%；实现归母净利润 2.79 亿元，环比增长 22.09%，同比下降 38.00%。营业收入变动主要系销量增加及外贸占比增大、汇率上升所致。

项目进展：公司重点推进义瑞新材年产 70 万吨绿色新型铝合金材料项目建设，建成投产 36 万吨再生铝项目，公司再生铝保级利用产能超 100 万吨。1+4 热连轧生产线建成投产单机架双卷取热粗轧，六辊冷轧机建成投产。义瑞新材单机架双卷取热轧适合生产市场需求增长迅速的电池壳及水冷板等新能源材料，导入前期积累的钎焊复合材料生产技术后可迅速弥补市场需求缺口。明晟新材新增及搬迁设备运行稳定，韩国光阳铝业 12 万吨产能运行效率稳步提升，助力公司产销量早日达到 200 万吨/年。

公司扩大高附加值产品占比：汽车轻量化方面成功研制汽车安全结构件、电池托盘并投入生产，实现 120 公里、80 公里 B 型标准地铁车体批量生产。电池箔、电子箔、铝塑膜箔、电池壳、电池托盘、水冷板、乘用车铝部件、汽车铝型材等新能源及汽车领域产品不断丰富。

公司积极拓展国内、国际新兴市场，努力早日实现铝板带箔产销量 200 万吨，再生铝 140 万吨的目标。

1.2.2. 一周重点新闻

1. 随着劳资纠纷结束，海德鲁 HydroArdal 和 HydroKarmoy 铝厂将恢复运营

据外媒报道，挪威铝业公司海德鲁公司（Norsk Hydro）周四表示，随着劳资纠纷结束，该公司旗下的 HydroArdal 和 HydroKarmoy 铝厂的运营以及向客户的产

品运输将会恢复。该公司表示，挪威工会与挪威企业联合会之间的争端已经结束，因为双方就劳资纠纷的解决方案达成一致，这些纠纷曾导致周一工会举行罢工。（上海金属网）

2. 洛阳钼业：刚果(金)TFM 铜钴矿混合矿顺利推进 中区项目已实现短流程投料试车

4月19日发布了关于刚果(金)TFM 铜钴矿混合矿项目的进展公告。公告显示，截至目前，该公司 TFM 混合矿项目基建剥离与土建施工任务圆满完成，中区项目已实现短流程投料试车，东区工程进度按照里程碑进程顺利推进。该项目计划总投资 25.1 亿美元，资金来源为企业自筹和银行贷款；该项目规划建设 3 条生产线，分别为 350 万吨/年的混合矿生产线、330 万吨/年的氧化矿生产线和 560 万吨/年的混合矿生产线，计划 2023 年建成投产。未来达产后预计新增铜年均产量约 20 万吨，新增钴年均产量约 1.7 万吨。（洛阳钼业）

3. 缅甸保资源禁生产，锡市场供需两弱？

我国锡精矿进口主要来源于缅甸，尽管其进口金属总量占总进口比例已经从 2020 年的 75% 以上降至 2022 年 50% 左右，（近三年从非洲及东南亚其他国家进口占比逐渐增加）但目前依然是中国锡精矿最重要的进口来源国。就目前开采和勘探现状来讲，缅甸锡精矿产量已经步入下降通道。今年当地政府亦无抛储行为，无论该政策是否落地，落地执行度怎样，刨除政策影响，未来 3 年各国新建锡项目与在产项目产量的贡献度也还无法弥补缅甸矿的下降量，所以长期看全球原料供应短缺毋庸置疑。

当然，鉴于低邦最高级别的中央文件也尚未有定论，后期该政策实行走向待进一步跟进，大概率短期推动锡价，不支撑长期走高，这是因为需求还未真正恢复。就我分会目前了解到的情况，传统消费电子市场仍然平淡，蓄电池较为平稳，今年光伏产业与汽车电子仍然会维持较高增速。中长周期来看，AI、智能化、存储、电子穿戴设备等新兴消费电子仍然是锡消费最可能发力的另一增长级，我们也不应对市场于悲观，等待新支点在市场中迭代、验证后崛起。（中国有色金属工业协会锡业分会）

4. 魏桥将在印尼建 100 万吨电解铝项目

在东南亚的印度尼西亚凭借丰富的铝土矿资源、煤炭等资源，正迎来工业的快速发展，成为全世界铝产能新增大国。据公开资料查询、统计，印度尼西亚远期规划的电解铝产能超 900 万吨，目前在建、将建的电解铝厂主要有 7 家。印度尼西亚能源和矿产资源部（ESDM）发布的《2020 年铝土矿开采手册》中记载，

印尼铝土矿储量为 12 亿吨，相当于全球铝土矿储量 303.9 亿吨的 4%。2019 年，印尼铝土矿产量达到 1600 万吨。印尼铝项目满产后不但能满足国内铝需求，还将大量出口到欧美。（电解铝公众号）

5. 铜行业协会：如果没有更多矿山，供应缺口迫在眉睫

外媒 4 月 20 日消息，铜行业企业高管和分析师本周在一个重要的会议上表示，未来 10 年，全球对用于制造大多数电子设备的铜的需求将超过供应，并危及气候目标，除非建造数十座新矿。这预测揭示了世界在哪里以及如何采购金属，比如铜，以实现绿色能源转型的日益紧张。根据行业贸易组织国际铜业协会（ICA）本周发布的数据，尽管到 2035 年全球供应量预计将增长 26%，达到每年 3850 万吨，但即使回收量增加，供应量仍可能低于需求量 1.7%。（上海金属网）

1.2.3.铜：矿冶两端作用令 TC 继续上行，消费有待进一步走强

宏观方面，从周度初请失业金人数看，美国劳动力市场仍有降温迹象。本周多位美联储官员表态显示通胀仍是重要关注点，后续仍有一次加息空间，布拉德则更为鹰派。整体加息即将结束，但本周美国制造业 PMI 表现超预期令宏观略有承压。

基本上，海外矿山生产及发运恢复，进口铜精矿指数环比继续上行，考虑到发运船期的影响，海外此前的扰动将继续减退。海外干扰减弱，同时 QB2 投产，矿端供应增长；与此同时，3-4 月国内铜冶炼厂集中检修，对矿需求亦有所减弱，供需两端作用下，预计后续铜矿 TC 将继续上行。而进入 4 月，仍有一些冶炼厂密集检修，或影响电解铜供应的增长节奏，但由于检修冶炼厂阳极铜备库充足，且仍有新投产能，4 月冶炼产量预计仍是呈现增长。而中期检修恢复叠加炼厂扩建项目落地，铜产量有望继续呈现增长。

消费端，本周铜价下跌，带动铜杆采购表现，但近期铜杆消费表现一般。终端行业看，3-4 月空调企业排产多带动铜管开工率提升，但 5 月后订单增长还需关注；一季度家电行业表现较好带动漆包线表现，但后续部分品类销量将进入淡季。市场消费复苏较为缓慢，有待关注后续消费表现。

1.2.4.铝：海外供应预计呈现增长，云南来水偏枯关注电力问题

海外方面，随着劳资纠纷的结束，海德鲁旗下 Hydro Ardal 和 Hydro Karmoy 铝厂的运营以及产品运输将会恢复。近期欧洲能源价格回落，存在海外复产预期。同时，力拓开始投建其位于魁北克省阿尔马的冶炼厂，以将其低碳铝锭的产能提高 20.2 万吨；印尼华青铝业通电投产，将贡献增量。后续海外供应预计呈现增量。

国内方面，我国 3 月铝土矿同环比呈现增长态势，而根据统计局数据，1-3 月我国氧化铝累计产量同比增长 6.3%，其中山东和广西氧化铝产量分别同比增长 16.44% 和 17.28%。随着新投氧化铝产能逐步释放，氧化铝供应过剩的压力愈发显著，预计未来对海外氧化铝依赖度将再降低。同时由于对俄出口大幅增长，氧化铝出口继续维持高增长，3 月份氧化铝出口同比增 313.6%，1-3 月累计出口 31 万吨，同比增 1362.9%。电解铝方面，3 月电解铝产量呈现同比增长，4 月，在贵州、四川、广西等地区增量继续之下，预计运行产能继续抬升，但近期云南来水不足再受关注，导致市场再度对云南电力问题产生担忧。中期而言，限电解除及产能新投将继续贡献产量增长，但也逐渐逼近国内规定的产能上限，同时继续关注电力问题是否影响铝供应的稳定性。

3-4 月为铝传统旺季，3 月国内铝杆企业开工率显著提升，预计 4 月仍将维持高位，后续对国内消费预期较好。海外供应预计增长，关注云南电力问题对供应的扰动，而消费边际好转或带动铝价反弹。

1.2.5. 铅：供需两淡格局延续，淡季及出口不足制约消费表现

3 月铅精矿进口量环比下滑 44.81%，同比下滑 16.08%，1-3 月进口累计同比增长 37.07%。本周原生铅及再生铅冶炼企业的检修仍在延续，供应收紧，本周再生铅开工率大致持平。进入 5 月，再生铅有自检修中恢复的预期，但原生铅 5 月之后检修或仍有增加。消费端，淡季影响持续，同时 3 月在进口窗口关闭及国内库存较低的背景之下，精铅出口同比下滑 53.14%，也抑制需求表现。展望后续，供需两淡格局仍将延续，铅价维持弱势。

1.2.6. 锌：检修令供应增速放缓，关注后续云南电力问题

海外方面，海外电价回落，关注后续是否有海外炼厂逐步复产，预计后续海外冶炼端产量呈现增长。

国内方面，去年海外能源危机致欧洲锌炼厂停产后，四季度海外矿原料持续流入国内，在原料充足及由此带来的高 TC 之下，冶炼厂原料、利润充足，产量呈现增长态势。在国内炼厂 3-4 月检修、TC 下滑影响利润等因素影响下，3 月锌矿进口有所回落。而进入 4 月，陕西、湖南花垣、内蒙古炼厂临时检修，以及云南来水偏枯所可能导致的限电问题，均将让精炼锌供应增速开始放缓。展望未来，若后续欧洲冶炼厂复产，中期全球矿产难放量，冶炼端仍可能面临国产及进口矿有限的原料紧张问题，而国内电力供应的扰动也仍可能继续导致供应不及预期。

需求端，锌价走低，刚需采购带动国内锌锭去库，库存仍在多年低位。镀锌有基建支撑，氧化锌及压铸合金尚待更多增长。供应增长压力之下，关注需求表现。

1.2.7.锡：佤邦禁矿开采刺激锡价上涨，当下需关注消费问题

4 月 15 日缅甸佤邦中央经济计划委员会发布通知，将于今年 8 月 1 日后暂停一切矿产资源的开采与挖掘，对于合同未到期，还在开采的公司企业给予三个月时间做好善后工作。由于缅甸是我国锡矿最大进口来源国，且锡矿本就存在供应偏紧、品位走低的问题，且长期矿供应紧张难以改善，因而佤邦消息刺激国内锡价大幅上涨，但目前还通知能否实施尚未有定论，且锡矿出口是佤邦重要财政来源，关注事态后续发展情况。

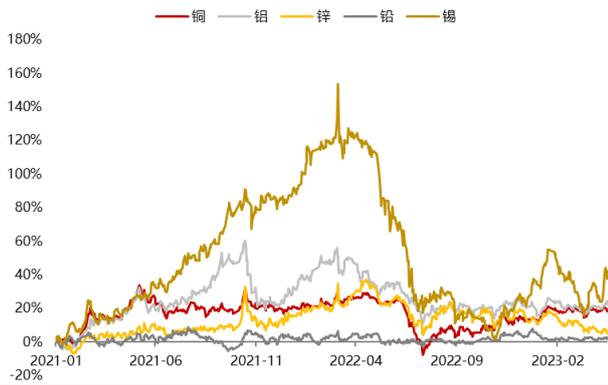
目前锡矿紧张局面延续，由于加工费过低，已接近部分冶炼厂的成本，而 3 月锡矿进口有所改善，环比增长 27.68%，但同比仍下降 24.35%，1-3 月累计进口量同比下降 37.45%，总体锡矿进口仍显偏紧。本周云南部分冶炼厂再度减产，叠加此前停产的尚未恢复，国内锡冶炼厂开工率有所下滑。而当下重点是消费问题，传统消费领域仍难见明显起色，关注光伏等领域的拉动。

1.2.8.价格及库存

本周 LME 市场铝、锡价格较上周上涨 0.52%、4.39%，铜、锌、铅较上周下跌 2.91%、4.50%、0.30%。SHFE 市场，铝、锡价格较上周上涨 0.88%、7.41%，铜、锌、铅价格较上周下跌 1.98%、2.30%、0.10%。

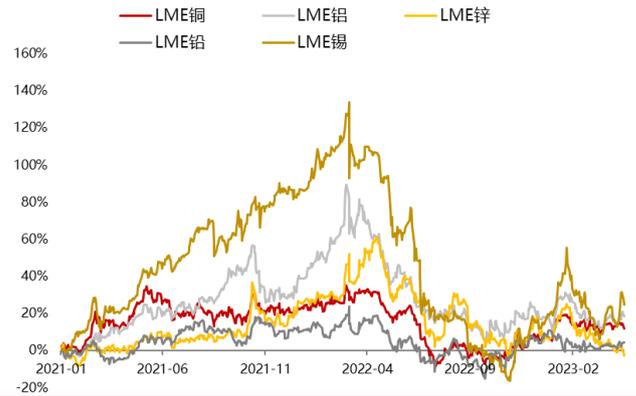
库存方面，LME 市场铜、铝、铅、锌库存较上周增加 0.63%、7.68%、21.97%、21.04%，锡库存较上周减少 13.76%。SHFE 市场锡库存较上周增加 0.10%，铜、铝、铅、锌库存较上周减少 2.32%、4.63%、31.91%、8.04%。

图 9 SHFE 基本金属涨跌 (2021.1.4 为基期)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 10 LME 基本金属涨跌 (2021.1.4 为基期)



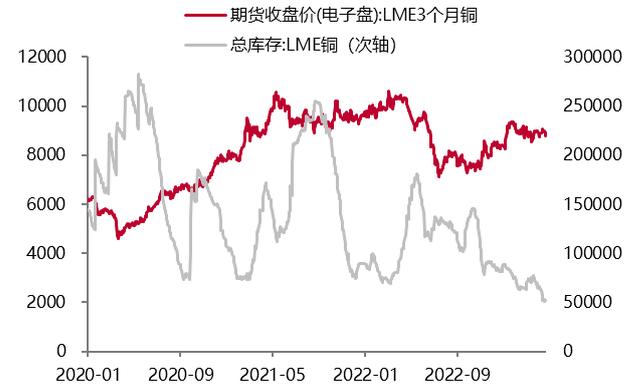
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 11 SHFE 铜价及库存 (元/吨, 吨)



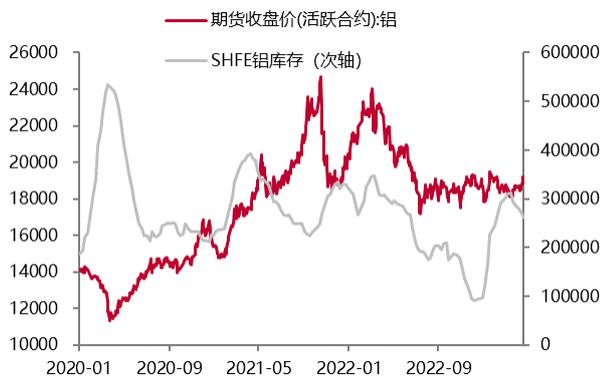
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 12 LME 铜价及库存 (美元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 13 SHFE 铝价及库存 (元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 14 LME 铝价及库存 (美元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 SHFE 锌价及库存 (元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 16 LME 锌价及库存 (美元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 17 SHFE 铅价及库存 (元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 18 LME 铅价及库存 (美元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 19 SHFE 锡价及库存 (元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 20 LME 锡价及库存 (美元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.3. 小金属

1.3.1.一周重点新闻

1. 厦门钨业：2022 年公司光伏用钨丝销量超 160 亿米

厦门钨业近期接受机构调研时表示，光伏用钨丝项目目前正稳步推进，已批量出货。600 亿米项目因需重新建设厂房、布置生产线，所以建设周期较长。后续公司将根据客户需求以及市场开发情况决定未来是否继续扩产。2022 年公司光伏用钨丝销量超 160 亿米。目前公司量产的钨丝母线直径主要是 33-37 微米之间（对应金刚线型号在 28-32 μm 之间），还在开发线径更细的钨丝母线产品。（厦门钨业）

2. 君联资本领投！融科储能完成超 10 亿元 B 轮融资 持续发力钒液流电池产业链

近日，全钒液流电池研发商融科储能完成超 10 亿元 B 轮融资，本轮融资由君联资本领投，金鼎资本依托龙磁科技、新特电气、江苏北人等基石投资人支持参与投资。本轮融资将用于公司的产能扩建及研发投入，加速推进钒液流电池储能商业化进程。

融科储能表示，本轮融资完成后，融科储能将持续发力钒液流电池储能领域，加快创新平台的扩建和升级、新一代储能产品及关键零部件的研发，进一步在全球市场拓展及引进高端人才，持续巩固和提高融科储能在钒液流电池领域的技术领先地位，支撑中国和全球碳中和事业的进展。

融科储能与中科院大连化学物理研究所合作设立旗下大连融科储能技术发展有限公司，专业从事钒液流电池技术研发、产业化和市场应用，是国内最早一批从事钒液流电池研发制造的能源科技公司。

2022 年 5 月，由融科储能提供钒液流电池储能系统的大连恒流储能电站一期 100MW/400MWh 项目正式接入电网，这是迄今全球功率最大、容量最大的钒液流电池储能调峰电站，也是国家能源局批准建设的首个国家级大型化学储能示范项目。（长江有色金属网）

3. 中企承建哈萨克斯坦钨矿项目新进展世界矿业

中国土木工程集团有限公司消息，近日，由中国土木承建的哈萨克斯坦巴库塔钨矿项目控制性节点工程胶带斜井顺利贯通，标志着该公司承揽的首个矿业投资建设项目取得了阶段性突破性进展。

哈萨克斯坦巴库塔钨矿项目胶带斜井是连接采矿场和选矿厂的咽喉要道，是承担矿石运输、选矿工艺的关键一环，胶带斜井全长 1.3 公里，主要为全断面开挖工程。胶带斜井的贯通为下一步工艺设备安装和完工投产奠定了坚实的基础。

巴库塔钨矿项目是中国和哈萨克斯坦产能合作重点项目之一，也是哈萨克斯坦最大的钨矿矿山，项目计划矿石年产量 500 万吨，对增加沿线城镇就业岗位，推动哈国经济社会发展具有重要意义。（地一眼）

1.3.2. 小金属：节前备货及国际价格带动钼价反弹，钒价弱勢有待需求发力

本周钼精矿价格较上周上涨 7.43%，钼铁价格较上周上涨 5.41%。本周钼产品价格有所反弹，虽仍有下游钢企压价因素存在，但临近假期下游备货积极性有所提高。同时，原料端挺价，下方成本支撑力度渐显，以及国际钼价上调也带动本周钼产品价格的上行。当下钼价走势仍在于需求，基建、建筑施工提升有望带来钢材用量需求的增长，有待关注后续需求进一步的修复情况，中期原料端难放量仍有利好。

本周五氧化二钒价格较上周下跌 7.00% 至 11.95 万元/吨，钒铁价格较上周下跌 3.70% 至 13.00 万元/吨，钒电池指数本周下跌 4.39% 报收 1448.7 点。本周钒价录得下跌，钢招压力仍在，由于需求不佳因而下游钢厂压价，但原料供应同样较多，同时成本支撑偏弱。未来在扩内需政策作用下，钒市有望持稳。中期而言，钒液流电池项目持续推出，需求增量空间广阔，将令供需格局趋于紧张，继续带动钒价稳步上行。

镁锭价格较上周下跌 6.85%。精铋价格较上周持平。二氧化锆、锆锭价格较上周持平，金属铬价格较上周持平。精铟价格较上周持平。海绵钛价格较上周下跌 4.17%。高碳铬铁价格较上周持平。黑钨精矿、APT、钨铁、白钨精矿价格较上周上涨 2.65%、2.61%、2.31%、1.16%。锑精矿、锑锭价格较上周上涨 1.46%、1.23%。

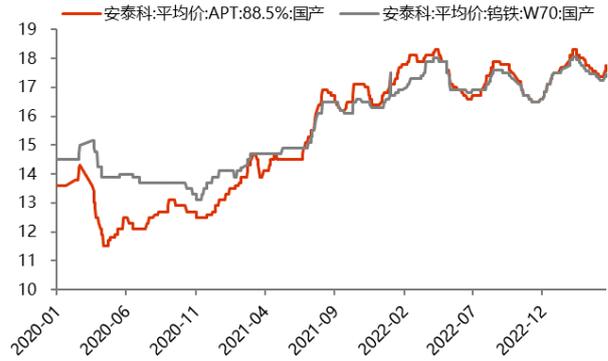
1.3.3. 价格变化

图 21 钨精矿价格 (万元/吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 22 钨产品价格 (万元/吨)



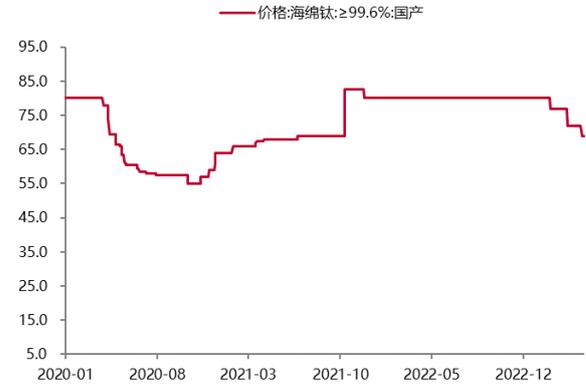
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 23 钼精矿及钼铁价格 (元/吨, 万元/基吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 24 海绵钛价格 (万元/吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 25 镁锭价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 26 钒产品价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 27 精钢价格（元/千克）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 28 铬产品价格（元/吨）



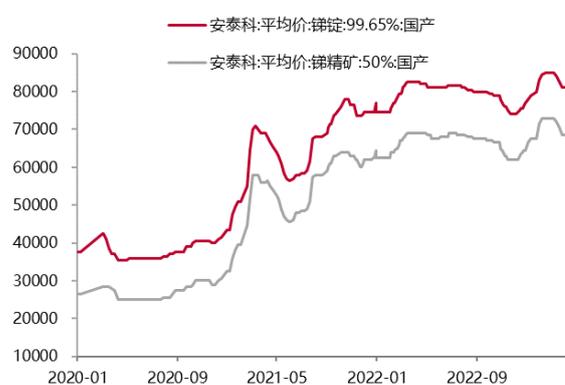
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 29 精铋价格（元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 30 锑锭及锑精矿价格（元/吨）

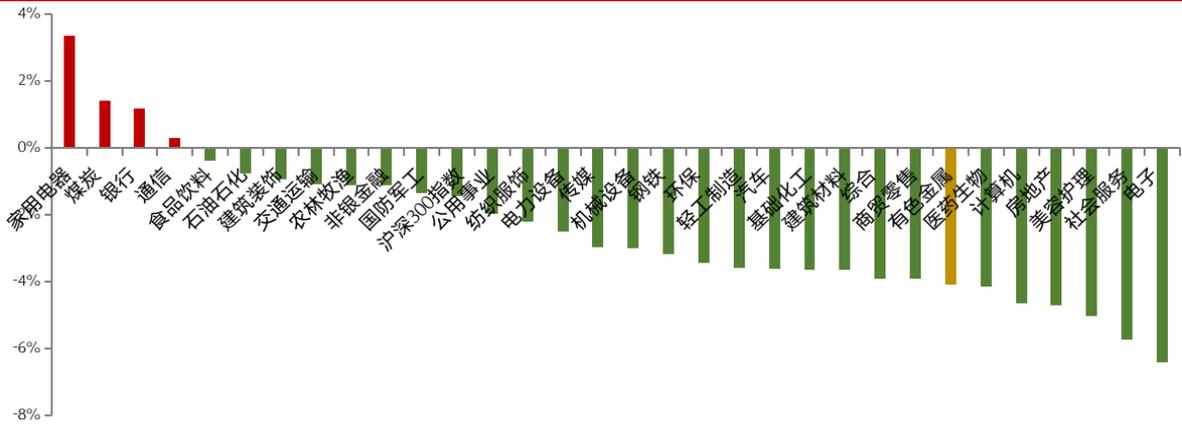


资料来源：Wind，华西证券研究所

1.4.行情回顾

1.4.1.行业板块表现

图 31 一周板块涨跌 (%)

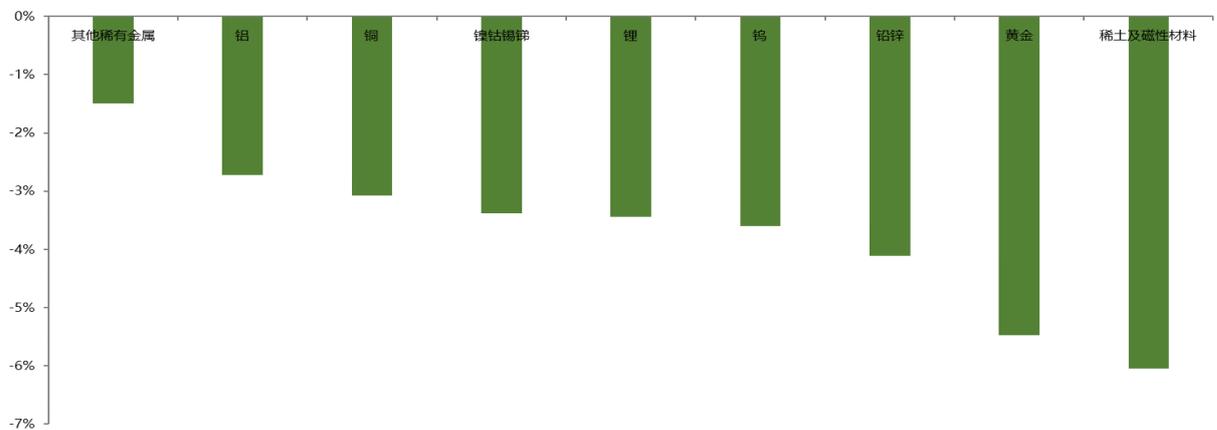


资料来源: Wind, 华西证券研究所

本周上证指数报收 3,301.26 点, 周跌幅 1.11%; 沪深 300 报收 4,032.57 点, 周跌幅 1.45%; 本周 SW 有色金属板块跌幅 4.10%。

从细分行业看, 子行业中其他稀有金属、铝、铜、镍钴锡铋、锂、钨、铅锌、黄金、稀土及磁性材料跌幅分别为 1.50%、2.72%、3.08%、3.38%、3.44%、3.60%、4.11%、5.47%、6.05%。

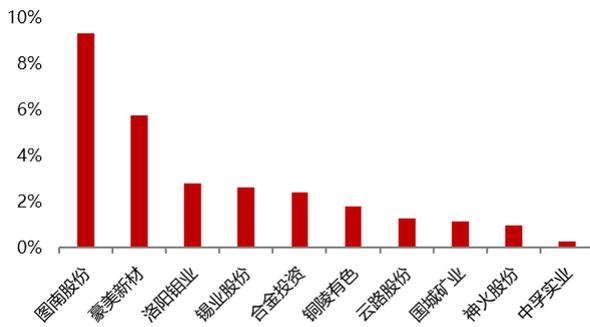
图 32 有色细分行业周涨跌 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

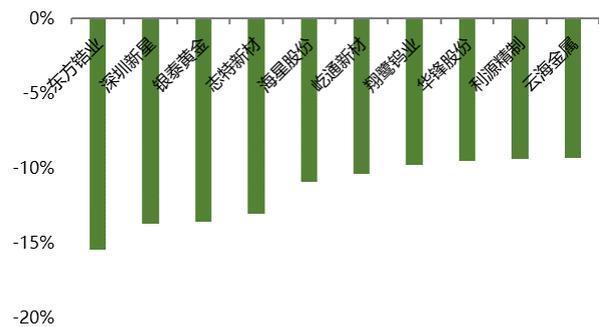
1.4.2. 个股表现

图 33 个股涨幅前十 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 34 个股跌幅前十 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

基本金属、贵金属、除稀土外的小金属、除磁材外的金属新材料的上市公司中, 周涨幅前五分别是图南股份、豪美新材、洛阳钼业、锡业股份、合金投资, 涨幅分别为 9%、6%、3%、3%、2%。跌幅前五分别是东方锆业、深圳新星、银泰黄金、志特新材、海星股份, 跌幅分别为 15%、14%、14%、13%、11%。

2.风险提示

- 1) 美联储政策收紧超预期, 经济衰退风险;
- 2) 俄乌冲突继续恶化;
- 3) 国内疫情影响消费超预期;
- 4) 海外能源问题再度严峻。

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。2021年入围新财富最佳分析师评选电力及公用事业行业，2021年新浪金麒麟最佳新锐分析师公用事业行业第二名，2021年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第四名；2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

周志璐：2020年加入华西证券，澳大利亚昆士兰会计学硕士，两年卖方研究经验。

温佳贝：2022年4月加入华西证券。英国布里斯托大学理学硕士，FRM Holder。

黄舒婷：2022年4月加入华西证券，2年有色金属研究经验，曾就职于招商期货担任有色金属研究员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。