2021 年 03 月 11 日
行业研究●证券研究报告

有色金属

行业专题报告

铜价上涨，主要铜业公司业绩弹性测算

投资评级 领先大市-A 维持

首选股票		评级
601899	紫金矿业	买入-B
601168	西部矿业	买入-B

一年行业表现

资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.61	12.75	20.93
绝对收益	-7.23	15.08	45.13

分析师 杨立宏
SAC 执业证书编号：S0910518030001
yanglihong@huajinsc.cn
报告联系人 胡锦琛
hujinchen@huajinsc.cn

相关报告

有色金属：宏观及基本面因素利好偏多，预计推动工业金属价格进一步上行（2021/03/01-2021/03/05） 2021-03-08

有色金属：短期情绪释放工业金属价格冲高回落，中期基本面趋势不变（2021/02/22-2021/02/26） 2021-03-01

有色金属：海外复苏及通胀上行预期加强，板块处于加速上行阶段（2021/02/08-2021/02/19） 2021-02-22

有色金属：通胀预期有望进一步上行，看好节后工业金属市场表现（2021/02/01-2021/02/05） 2021-02-08

有色金属：工业金属价格短期或维持窄幅震荡，中长期向好格局不变（2021/01/25-2021/01/29） 2021-02-01

投资要点

- **核心结论：**综合现阶段铜供需关系、铜库存、金融属性来看，我们认为 2021 年铜供给偏紧格局不变，需求端和供给端经济修复时点错配或成为潜在影响因素，同时结合库存处于历史低位、通胀预期持续上行的因素，我们对全年铜价保持乐观态度，预计铜价仍有上行空间。我们估算紫金矿业净利润弹性为：**公司 EPS 弹性为：**铜价每上涨 1%，公司 EPS 较 2019 年增加 1.943%；绝对值来看，铜价较 2019 年均价每上涨$200 美元，公司 EPS 增加约 0.01 元。**我们估算西部矿业净利润弹性为：**公司 EPS 弹性为：铜价每上涨 1%，公司 EPS 较 2019 年增加 1.718%。绝对值来看，铜价较 2019 年均价每上涨$200 美元，公司 EPS 增加约 0.013 元。

- **2020Q2 以来铜价快速上涨，铜涨价周期开启：**铜价自 2020Q2 疫情触底期间触底以来持续快速上行，2020 年全年现货平均价较 2019 年上涨 2.7%。春节前后铜价加速上行，LME 铜最高触及 9498 美元/吨后回落，短期内在 9000 美元/吨附近震荡。当前铜价接近 2011 年峰值的 10166 美元/吨水平，处于历史高位。

- **供需关系方面，全球经济复苏下预计 2021 年铜供给仍然偏紧：**当前来看，国内经济景气度较去年底有所下滑但仍处扩张区间，以欧美为主的海外经济快速修复。**国内经济景气度的边际放缓对铜需求的影响可能有限：**分行业来看，国内铜的主要消费需求集中在电力、地产、交运、家电领域。国内方面 12 月房屋竣工面积累计同比增速降幅收窄，较上月回升 2.4%；12 月电源基建投资完成额累计同比29.2%；2 月份国内狭义乘用车市场销量达 117.7 万辆，同比增长 371.9%；1-2 月份累计销量 333.8 万辆，同比增长 69.6%。国内工业金属需求延续去年高景气度仍为大概率事件。

- **铜库存处于历史低位，近期国内生产商铜交易有所回暖：**全球四地库存仍处于历史地位，近两周铜库存在价格快速上涨后国内产生一定累库。根据 SMM 本周（2021.03.06）调研数据，铜方面电线电缆企业的耗铜量环比上周开始小幅回暖，铝方面华东市场环比成交回暖，市场逐步接受铜当前价格水平。我们认为伴随着国内铜消费旺季的到来，铜库存有进一步降低的可能性。

- **通胀预期有望推动铜价进一步上行：**现阶段，全球通胀预期持续攀升。从美联储历次议息会议讲话来看，当前美联储对通胀容忍度超过以往，修改目标通胀率 2%为平均 2%，美国 2 月失业率录得 6.2%，我们认为美联储在失业率未达到目标以前（5%以下），货币政策不会进行收紧。长周期来看，铜价与通胀预期之间存在显著正相关性，通胀预期的上行有望带动铜价进一步上涨。

- **风险提示：**1，全球经济复苏进度不及预期；2，供给端超预期修复；3，中国主要用铜领域需求不及预期；4，美联储货币政策超预期收紧。

内容目录

核心结论： **3**
一、供给偏紧叠加通胀预期，全年铜价有望维持高位 **3**
（一）2020Q2 以来铜价快速上涨，铜涨价周期开启 3
（二）供需关系：经济复苏背景下预计 2021 年铜供给偏紧 4
（二）铜库存：价格快速上涨带来短期累库，仍处历史低位 6
（三）金融属性：通胀预期上行进一步推动铜价上涨 6
二、主要铜业公司业绩弹性测算 **7**
（一）紫金矿业 7
（二）西部矿业 8
三、投资建议：关注矿产铜占比高的紫金矿业、西部矿业 **9**
风险提示： **9**

图表目录

图 1：LME3 个月铜 3
图 2：SHFE 阴极铜（活跃合约）价格 3
图 3：中国 PMI 与新订单 4
图 4：欧美 PMI 4
图 5：铜 TC/RC 费变动 5
图 5：主要铜供给国新冠病例单日新增数量变动 5
图 8：全球四地铜库存 6
图 9：美联储资产负债表 7
图 10：美国 10 年期 TIPS 隐含通胀预期与铜价 7

表 1：2015-2019 年国内铜现货平均价格变动 3
表 2：紫金矿业铜价上涨业绩弹性测算 7
表 3：西部矿业铜价上涨业绩弹性测算 8
表 4：紫金矿业、西部矿业基础数据 9

核心结论：

- 综合来看，我们认为 2021 年铜供给偏紧格局不变，需求端和供给端经济修复时点错配或成为潜在影响因素，同时结合库存处于历史低位、通胀预期持续上行的因素，我们对全年铜价保持乐观态度，预计铜价仍有上行空间。
- 在 2019 年公司年度报告经营数据、铜平均现货价格，同时其他条件保持不变的情况下，我们估算紫金矿业净利润弹性为：公司 EPS 弹性为：铜价每上涨 1%，公司 EPS 较 2019 年增加 1.943%；绝对值来看，铜价较 2019 年均价每上涨$200 美元，公司 EPS 增加约 0.01 元。
- 我们估算西部矿业净利润弹性为：公司 EPS 弹性为：铜价每上涨 1%，公司 EPS 较 2019 年增加 1.718%。绝对值来看，铜价较 2019 年均价每上涨$200 美元，公司 EPS 增加约 0.013 元。

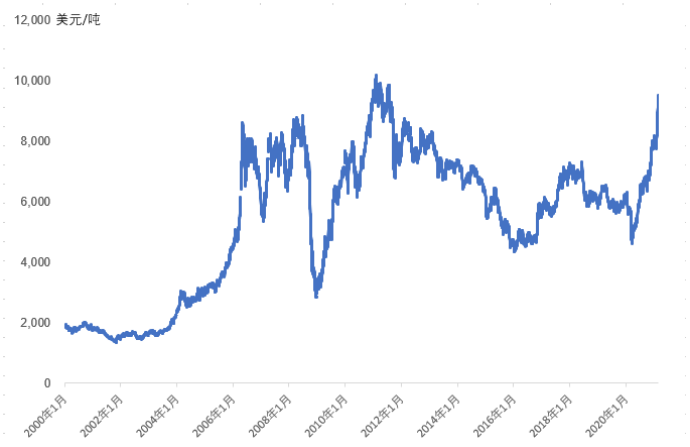
一、供给偏紧叠加通胀预期，全年铜价有望维持高位

（一）2020Q2 以来铜价快速上涨，铜涨价周期开启

我们在此前的题为《铜：供给偏紧加通胀预期，价格仍有上行空间》年度策略报告中，结合铜的供需变化、库存变化、金融属性三方面因素，认为 2021 年铜的景气度仍有望攀升，预计铜价格仍有上行空间。

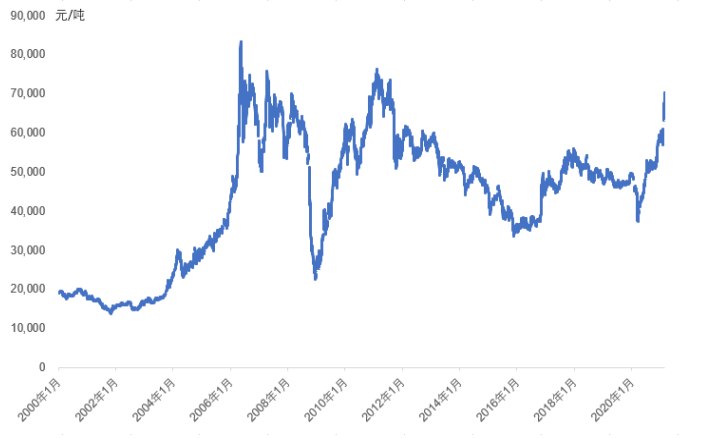
铜价自 2020Q2 疫情触底期间触底以来持续快速上行，2020 年全年现货平均价较 2019 年上涨 2.7%。春节前后铜价加速上行，LME 铜最高触及 9498 美元/吨后回落，短期内在 9000 美元/吨附近震荡。当前铜价接近 2011 年峰值的 10166 美元/吨水平，处于历史高位。

图 1：LME3 个月铜



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 2：SHFE 阴极铜（活跃合约）价格



资料来源：WIND，华金证券研究所

表 1：2015-2019 年国内铜现货平均价格变动

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
平均现货价格	57,881.9	54,237.3	49,862.2	40,994.0	38,267.2	49,014.1	50,483.1	47,660.2	48,954.6

（元/吨）									
变动幅度	-13.2%	-6.3%	-8.1%	-17.8%	-6.7%	28.1%	3.0%	-5.6%	2.7%

资料来源：WIND,华金证券研究所

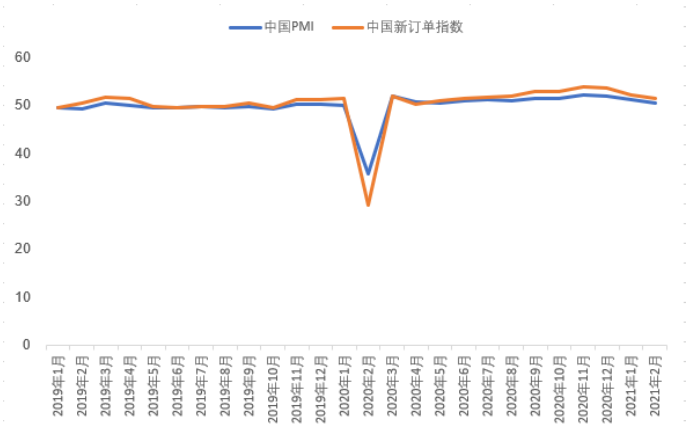
（二）供需关系：经济复苏背景下预计 2021 年铜供给偏紧

我们此前预估，**供给端方面：**我们结合对于 2020 年及 2021 年新建（扩产）项目预期产量 61.5 万吨，以及对于明年全球铜矿较今年恢复性生产增量 30 万吨，预计 2021 年全球较 2020 年产量增加 91.5 万吨，同比增长 4.5%；**需求端方面：**国内铜消费景气度有望保持在 10%左右增速，海外经济有望持续复苏。我们预计 2021 年全球精炼铜消费量达到 2632.5 万吨，对应需求端增速为 7.0%。预计 2021 年尽管铜产量涨幅较大，但铜整体仍然面临供给紧张局面。

当前来看，国内经济景气度较去年底有所下滑但仍处扩张区间，以欧美为主的海外经济快速修复。国内 PMI1 月、2 月公布值分别为 51.30、50.60，新订单指数分别为 52.30、51.50，自 2020 年 11 月以来连续三月下滑，但目前仍处于扩张区间。海外经济在第二波疫情控制后处于快速复苏当中，除中国外的主要铜消费市场欧美当前景气度水平均高于疫情前水平。

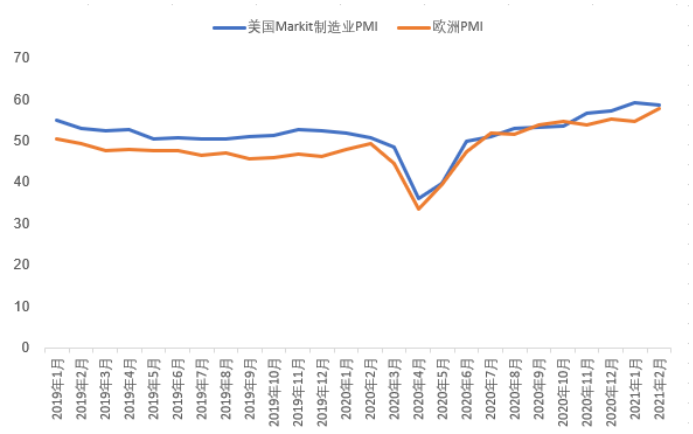
国内经济景气度的边际放缓对铜需求的影响可能有限。分行业来看，国内铜的主要消费需求集中在电力、地产、交运、家电领域。国内方面 12 月房屋竣工面积累计同比增速降幅收窄，较上月回升 2.4%；12 月电源基建投资完成额累计同比 29.2%；2 月份国内狭义乘用车市场销量达 117.7 万辆，同比增长 371.9%；1-2 月份累计销量 333.8 万辆，同比增长 69.6%。国内工业金属需求延续去年高景气度仍为大概率事件。

图 3：中国 PMI 与新订单



资料来源：WIND，华金证券研究所

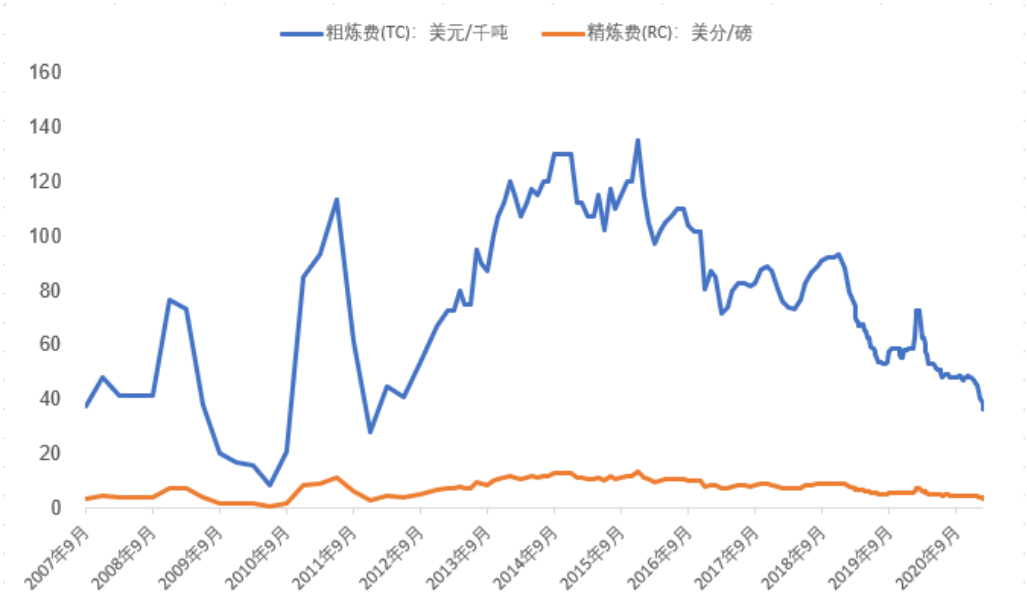
图 4：欧美 PMI



资料来源：WIND，华金证券研究所

作为反映铜供给仍偏紧的印证，**国内铜加工费 TC/RC 今年开年来延续去年的下降趋势，刷新近 10 年来新低。**截至 2021 年 2 月 26 日，国内铜粗炼费 TC 降至 36.7 美元/千吨，精炼费 RC 降至 3.67 美分/磅，从加工费来看，国内铜精矿供给仍然持续紧张。

图 5：铜 TC/RC 费变动

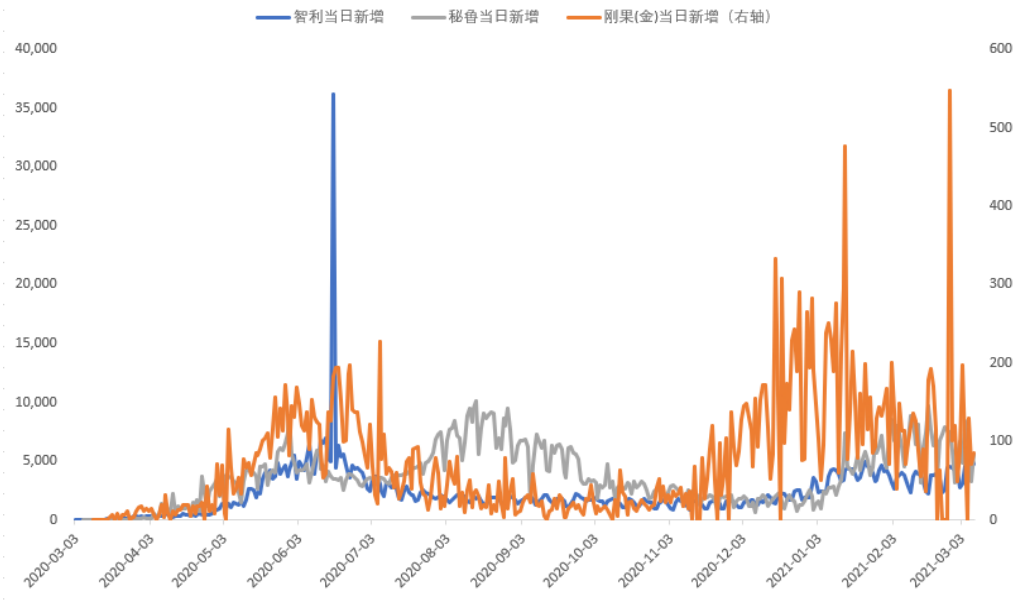


资料来源：WIND，华金证券研究所

供给端方面，智利 1 月铜产量为 464,788 吨，同比下滑 0.6%，主要由于全球最大的铜矿 Escondida1 月产量同比减少 16.1%。

同时我们认为现阶段供给端存在的短期潜在扰动主要来自于供需两端修复时间节点的错配 。空间上来看，全球铜消费需求端集中在中国和北半球发达国家，供给端集中在南半球智利、秘鲁、刚果（金）等国，当前北半球逐步入夏，气温回暖，且疫苗研发顺利，而南半球逐步入冬，无自研疫苗能力，秘鲁 1 月-2 月已经历新一轮封锁，且单日新增病例较去年有反弹趋势。若进一步受到疫情影响，则上半年铜供给可能低于预期。

图 6：主要铜供给国新冠病例单日新增数量变动



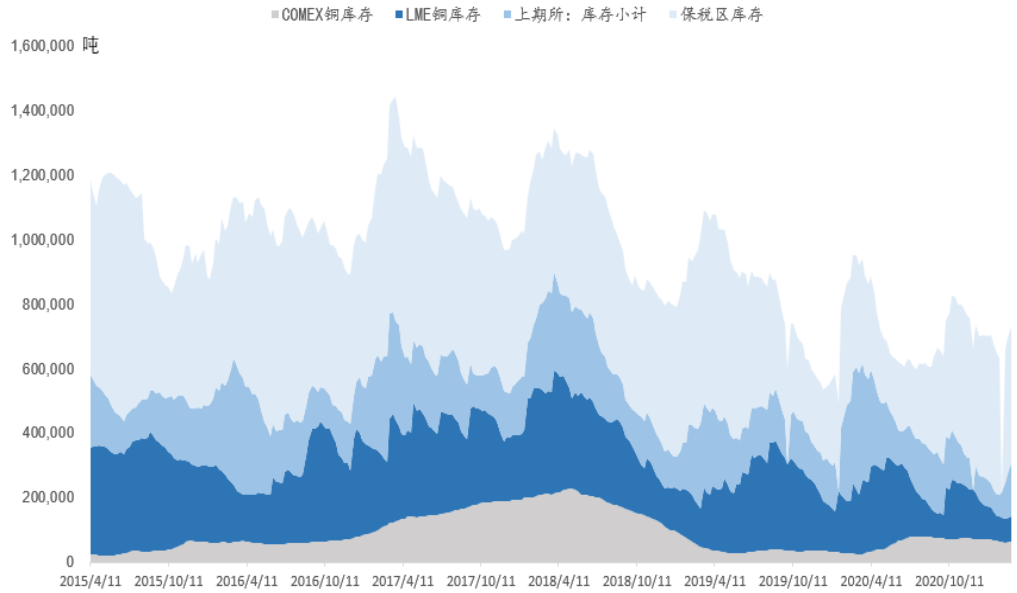
资料来源：WIND，华金证券研究所

（二）铜库存：价格快速上涨带来短期累库，仍处历史低位

全球四地库存仍处于历史地位，截至 2021 年 3 月 6 日，COMEX 铜库存 63359 吨，LME 铜库存 79025 吨，国内上期所铜库存 163025 吨，保税区库存 423000 吨，合计 728409 吨。近两周铜库存在价格快速上涨后国内产生一定累库，我们认为主要是由于短期价格涨速过快导致的下游采购商观望，库存短期内上升速度较快。

根据 SMM 本周（2021.03.06）调研数据，铜方面电线电缆企业的耗铜量环比上周开始小幅回暖，铝方面华东市场环比成交回暖，市场逐步接受铜当前价格水平。我们认为伴随着国内铜消费旺季的到来，铜库存有进一步降低的可能性。历史性低位的库存可能带来铜价格弹性的扩大。

图 7：全球四地铜库存



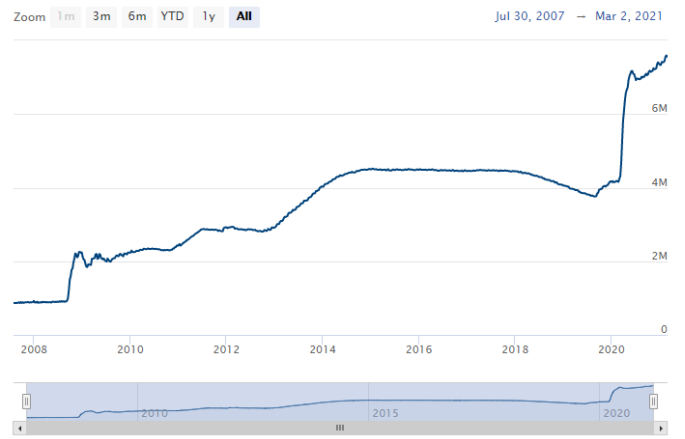
资料来源：WIND，华金证券研究所

（三）金融属性：通胀预期上行进一步推动铜价上涨

疫情发生以来，美联储宽松政策货币政策下资产负债表快速扩张，达到 7 万亿美元以上。现阶段，参、众两院均通过了拜登政府 1.9 万亿经济救助法案，全球通胀预期持续攀升。从美联储历次议息会议讲话来看，当前美联储对通胀容忍度超过以往，修改目标通胀率 2%为平均 2%，美国 2 月失业率录得 6.2%，我们认为美联储在失业率未达到目标以前（5%以下），货币政策不会进行收紧。

长周期来看，铜价与通胀预期之间存在显著正相关性，通胀预期的上行有望带动铜价进一步上涨。

图 8：美联储资产负债表



资料来源：美联储官网，华金证券研究所

图 9：美国 10 年期 TIPS 隐含通胀预期与铜价

资料来源：WIND，华金证券研究所

综合来看，我们认为 2021 年铜供给偏紧格局不变，需求端和供给端经济修复时点错配或成为潜在影响因素，同时结合库存处于历史低位、通胀预期持续上行的因素，我们对全年铜价保持乐观态度，预计铜价仍有上行空间。

二、主要铜业公司业绩弹性测算

由于铜加工费 TC/RC 持续走低，我们认为铜价上涨主要受益公司为矿产铜产销量较高的公司。**结合 2019 年铜产量及未来铜业务布局、资源储量，我们认为紫金矿业、西部矿业较其他铜板块公司有望更充分受益于铜的涨价周期**。因此，我们对两家公司在铜价$9000-$11000 美元区间内，以每$200 美元作为划分间隔，计算不同情境下的铜净利润及 EPS 增幅，并计算对应弹性。

（一）紫金矿业

核心假设：

- 铜价上涨仅带动公司矿产铜（矿产铜精矿、阴极铜、电解铜）销售收入上涨，销售成本保持不变。
- 全年铜销售没有显著季节性变化，公司矿产铜销售均衡，全年铜销售单价使用算术平均数估计。
- 所得税：法定所得税率为 25%，子公司适用不同税率根据往年数据估算约为利润总额的 1%。其他所得税调整项保持不变。
- 少数股东损益：根据 2019 年利润表估算，少数股东损益约为净利润额的 11%。

表 2：紫金矿业铜价上涨业绩弹性测算

	2019A	铜价：$9000	铜价：$9200	铜价：$9400	铜价：$9600	铜价：$9800	铜价：$10000	铜价：$10200	铜价：$10400	铜价：$10600	铜价：$10800	铜价：$11000
相对 2019 年平均现货价格涨幅	47,660.20	22.7%	25.5%	28.2%	30.9%	33.7%	36.4%	39.1%	41.8%	44.6%	47.3%	50.0%
铜价上涨利润增加额（万元）	/	298947.4	334798.0	370648.7	406499.3	442349.9	478200.5	514051.1	549901.7	585752.3	621602.9	657453.5

利润总额（万元）	697427.9	996375.3	1032225.9	1068076.5	1103927.1	1139777.8	1175628.4	1211479.0	1247329.6	1283180.2	1319030.8	1354881.4
减：所得税	191337.4	269074.6	278395.8	287716.9	297038.1	306359.3	315680.4	325001.6	334322.7	343643.9	352965.0	362286.2
净利润（万元）	506090.5	727300.7	753830.2	780359.6	806889.1	833418.5	859948.0	886477.4	913006.9	939536.3	966065.8	992595.2
净利润增幅		43.7%	49.0%	54.2%	59.4%	64.7%	69.9%	75.2%	80.4%	85.6%	90.9%	96.1%
减：少数股东损益	77694.7	109601.3	113544.9	117488.4	121432.0	125375.6	129319.1	133262.7	137206.3	141149.8	145093.4	149037.0
归母净利润（万元）	428395.7	617699.4	640285.3	662871.2	685457.1	708043.0	730628.8	753214.7	775800.6	798386.5	820972.4	843558.3
总股本（万股）	2547324.1	2547324.1	2547324.1	2547324.1	2547324.1	2547324.1	2547324.1	2547324.1	2547324.1	2547324.1	2547324.1	2547324.1
EPS（元）	0.17	0.24	0.25	0.26	0.27	0.28	0.29	0.30	0.30	0.31	0.32	0.33
EPS 增幅		44.2%	49.5%	54.7%	60.0%	65.3%	70.5%	75.8%	81.1%	86.4%	91.6%	96.9%
净利润弹性						**1.925%**						
EPS 弹性						**1.943%**						

资料来源：公司 2019 年报，华金证券研究所测算；备注：铜价涨幅以美元兑人民币汇率 1：6.5 计算

在 2019 年公司年度报告经营数据、铜平均现货价格，同时其他条件保持不变的情况下，我们估算紫金矿业净利润弹性为：公司 EPS 弹性为：铜价每上涨 1%，公司 EPS 较 2019 年增加 1.943%；绝对值来看，铜价较 2019 年均价每上涨$200 美元，公司 EPS 增加约 0.01 元。

（二）西部矿业

核心假设：

- 铜价上涨仅带动公司铜精矿、电解铜销售收入上涨。公司自产铜精矿销售成本保持不变。公司电解铜销售成本有所增加（原材料成本增加），但绝对值小于电解铜销售单价增幅。
- 全年铜销售没有显著季节性变化，公司矿产铜销售均衡，全年铜销售单价使用算术平均数估计。
- 所得税：法定所得税率为 25%，子公司适用不同税率根据往年数据估算约为利润总额的 10.8%。其他所得税调整项保持不变。
- 少数股东损益：根据 2019 年利润表估算，少数股东损益约为净利润额的 25.2%。

表 3：西部矿业铜价上涨业绩弹性测算

	2019A	铜价：$9000	铜价：$9200	铜价：$9400	铜价：$9600	铜价：$9800	铜价：$10000	铜价：$10200	铜价：$10400	铜价：$10600	铜价：$10800	铜价：$11000
相对 2019 年平均现货价格涨幅	47660.2	22.7%	25.5%	28.2%	30.9%	33.7%	36.4%	39.1%	41.8%	44.6%	47.3%	50.0%
铜价上涨利润增加额（万元）	/	61547.41	66620.75	71694.09	76767.43	81840.77	86914.11	91987.45	97060.79	102134.13	107207.46	112280.8
利润总额（万元）	154392.3	215939.7	221013.0	226086.4	231159.7	236233.0	241306.4	246379.7	251453.1	256526.4	261599.7	266673.1
减：所得税	19740.7	28577.6	29298.0	30018.4	30738.8	31459.2	32179.6	32900.1	33620.5	34340.9	35061.3	35781.7
净利润（万元）	134651.6	187362.1	191715.0	196068.0	200420.9	204773.8	209126.7	213479.7	217832.6	222185.5	226538.4	230891.4
净利润增幅		**39.1%**	**42.4%**	**45.6%**	**48.8%**	**52.1%**	**55.3%**	**58.5%**	**61.8%**	**65.0%**	**68.2%**	**71.5%**
减：少数股东损益	33938.5	47215.3	48312.2	49409.1	50506.1	51603.0	52699.9	53796.9	54893.8	55990.7	57087.7	58184.6
归母净利润（万元）	100713.1	140146.9	143402.8	146658.8	149914.8	153170.8	156426.8	159682.8	162938.8	166194.8	169450.7	172706.7
总股本（万股）	238300	238300	238300	238300	238300	238300	238300	238300	238300	238300	238300	238300
EPS（元）	0.42	0.59	0.60	0.62	0.63	0.64	0.66	0.67	0.68	0.70	0.71	0.72

EPS 增幅		39%	42%	46%	49%	52%	55%	59%	62%	65%	68%	71%
净利润弹性	1.722%											
EPS 弹性	1.718%											

资料来源：公司 2019 年报，华金证券研究所测算；备注：铜价涨幅以美元兑人民币汇率 1：6.5 计算

在 2019 年公司年度报告经营数据、铜平均现货价格，同时其他条件保持不变的情况下，我们估算西部矿业净利润弹性为：公司 EPS 弹性为：铜价每上涨 1%，公司 EPS 较 2019 年增加 1.718%。绝对值来看，铜价较 2019 年均价每上涨$200 美元，公司 EPS 增加约 0.013 元。

三、投资建议：关注矿产铜占比高的紫金矿业、西部矿业

在铜供给仍然偏紧的局面下，加工费持续走低，下游加工冶炼厂预计仍将面临较大经营压力。我们认为，铜景气度的攀升主要受益标的为上游矿产铜储量、产量较丰富的公司，有望更加充分受益于铜涨价周期带来的业绩弹性。

紫金矿业：公司是国内铜资源绝对龙头，多项目逐步投产，业绩步入高速成长期。根据《2019 中国矿产资源报告》，全国铜储量 11,443.49 万吨，2019 年公司铜资源储量约 5,725.42 万吨，约为国内总量的 50.03%，2019 年公司铜精矿产量为 27.73 万吨，均位于国内公司首位。未来两年内，公司 kamoa-kakula、驱龙铜矿、Timok 铜矿三个重点项目将陆续完成建设达产，全部达产后公司铜精矿增量有望达到 40 万吨以上，公司未来两年内业绩进入快速发展阶段。

西部矿业：玉龙铜矿二期改扩建工程投产，2022 年达产后公司铜权益产量有望较 2019 年提升一倍。玉龙铜矿是国内第二大单体铜矿，已探明铜金属量约为 650 万吨，品位达 0.68%，公司目前持有其 58%股权。该铜矿项目一期工程于 2016 年完工，二期工程于 2020 年 12 月 18 日正式投产，预计 2021 年半产、2022 年满产，满产后玉龙铜矿年处理量将由 230 万吨上升至 1989 万吨，增加铜精矿产能约 10 万吨。预计至 2022 年公司铜精矿含铜权益产量有望提升至 10 万吨/年，较 2019 年提升一倍以上，公司铜精矿产量进入快速爬坡期。

表 4：紫金矿业、西部矿业基础数据

公司名称	股票代码	股价（元）	总市值（亿元）	2019 年铜储量（万吨）	2019 年矿产铜产量（万吨）	铜板块毛利占比（%）
紫金矿业	601899.SH	11.54	2778.98	621.18	4.91	25.65%
西部矿业	601168.SH	14.74	351.25	5725.42	27.73	39.43%

资料来源：WIND，华金证券研究所；股价与总市值以 2021.3.10 日收盘数据计算

风险提示：

1，全球经济复苏进度不及预期；2，供给端超预期修复；3，中国主要用铜领域需求不及预期；4，美联储货币政策超预期收紧。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn