

美联储官员鹰派表态令宏观再承压，供应延续扰动需求仍待起色

有色-基本金属行业周报

报告摘要:

► 贵金属：美零售数据好于预期宏观短期承压，避险价值依旧支撑金价

本周 COMEX 黄金下跌 1.25% 至 1,752.00 美元/盎司，COMEX 银下跌 3.76% 至 20.98 美元/盎司。SHFE 黄金上涨 0.17% 至 407.42 元/克，SHFE 白银下跌 2.78% 至 4,857.00 元/千克。本周金银比走高至 83.53。本周 SPDR 黄金 ETF 持仓减少 176,859.66 金衡盎司，SLV 白银 ETF 持仓增加 1,841,228.80 盎司。

本周公布的美国 10 月零售销售月率数据高于前值与预期，为今年 2 月以来最大增幅，分项数据显示，美国消费者在汽油、汽车、食品等领域的支出显著增加，10 月汽油价格的反弹、食品价格的上涨等对于零售销售额有较大贡献，超预期增长的零售销售数据，令市场受上周 CPI 不及预期所鼓舞的情绪有所降温，同时，数据发布之后，布拉德、戴利等多位美联储官员发表鹰派表态，布拉德认为还需继续加息以达到通胀目标，同时，多位官员也对紧张的就业市场及上涨的服务价格表示担忧。超预期的数据及官员鹰派表态，令市场对后续加息预期又有所升温，但目前市场仍预期 12 月将加息 50 个基点。

同时，无论美联储官员表态是鹰是鸽，一致的意见是后续的货币政策需要取决于经济数据表现，而相较于零售销售数据，美联储更为看重的两个数据是就业以及 CPI 数据。目前就业数据看似依旧强劲，但较前期表现已有所降温，且目前较为紧张的劳动力数据部分来源于疫情、移民减少等原因导致的劳动参与率显著低于疫情前水平。而从 CPI 数据看，10 月核心服务通胀仍在高位，房屋租金仍持续上涨、能源价格再度反弹、劳动力供需依旧失衡等因素仍可能推动 CPI 粘性，同时目前通胀绝对数仍在高位。虽然距离通胀目标仍有距离或将导致美联储后续继续加息，美国经济所呈现出的韧性仍给予加息操作空间，但在衰退担忧及高通胀夹击之下，若是小幅度但更长时间的加息及更高的终端利率水平将使衰退风险进一步走强。

中期来看，高通胀高物价叠加加息压力令美国面临经济增长前景疲软，未来需求或将进一步走弱，经济衰退担忧依旧较强；而能源价格高位之下企业及生活成本上涨，欧洲经济持续承压，同样面临创纪录的高通胀及高加息幅度的双重夹击。欧美衰退预期进一步走强之下，对全球前景黯淡的担忧及避险需求仍在升温。与此同时，俄乌局势仍未见明显缓和，对于经济前景的担忧及俄乌冲突持续之下，贵金属仍有避险价值。

整体而言，对全球经济前景担忧继续升温、俄乌冲突仍在持续，黄金继续彰显其避险价值。

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：zhouzhi1@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：

- 《行业点评|PLS 锂精矿成交价 8575 美元/吨，原材料紧缺无法缓解》
2022.11.16
- 《基本金属周报|美加息放缓叠加国内需求改善预期，宏观及基本面双利好推升价格》
2022.11.14
- 《江特电机|牵手富临精工和宜春市政府，Q4 业绩有望放量》
2022.10.28

► 基本金属：美联储官员鹰派表态令宏观承压，能源电力问题扰动铝锌供应

本周 LME 市场铜、铝、锌、铅价格较上周下跌 6.46%、1.75%、0.21%、0.05%，锡价格较上周上涨 7.19%。SHFE 市场，铜、铝价格较上周下跌 2.79%、0.06%，铝、锌、锡价格较上周上涨 2.37%、2.05%、2.23%。

铜：美联储加息预期升温宏观承压，中期供需趋于宽松基本面亦承压

本周美国 10 月零售销售数据高于前值与预期，同时多位美联储官员发表鹰派言论，令市场对后续加息的预期再度有所升温，宏观压力边际有所增加，铜价承压下跌。

基本面方面，同样面临压力。供应方面延续此前增加的趋势，新扩建矿山贡献增量弥补了南美铜矿产量的不及预期，铜矿 TC 延续此前上行势头，铜矿维持宽松格局，在大型矿山陆续投产的背景下，全年铜矿将实现同比增长。而冶炼端，短期仍是面临疫情及检修的扰动，短期部分地区现货端略显紧张，但整体 10 月产量呈现同比增长。后续随着冶炼厂生产恢复、年底赶工影响，以及新产能的投产，铜产量继续实现增长，中期供应走向宽松。消费端，临近年底，在疫情扰动不断的影响下，铜终端消费亦是缺乏起色，部分国网订单延迟至明年，同时地产亦难以对铜消费形成明显拉动；海外欧美衰退担忧升温，在加息、地缘政治、能源问题影响下，衰退担忧令海外需求不甚乐观。

整体上，美联储加息再度升温令宏观承压，短期供需仍偏紧，中期供应缓慢但确定地恢复，海外存在经济增速放缓担忧对冲国内消费，铜价面临下行压力。

铝：复产与减产并存短期供需双弱，限电结束后仍有过剩压力

海外方面，近期欧洲能源面临较大波动，市场情绪随着对未来欧洲气温的预期剧烈变化，周初市场预期欧洲天气将转冷导致天然气价格飙涨，后续天气预报告欧洲变暖，欧洲天然气价格又随之下跌，气候预期引发的价格波动显示当下欧洲能源体系脆弱性。在冬季结束之前，欧洲能源危机仍有隐忧，冬季能源供应压力依旧较大，现有库容能用多久仍是面临考验，在此背景下，工业用电面临风险。欧洲多国电力紧张局面或仍将延续，前期海外因高电价减产铝厂未有复产消息，后续海外电力成本过高致使的减产仍是风险点。

国内方面，供应端多次出现预期外减量导致运行产能增长缓慢，目前呈现复产与减产并存的局面。近期四川与广西的复产节奏有所加速，本周广西发布政策支持电解铝企业四季度加快启槽复产，四川阿坝铝厂首批 4 台电解槽顺利通电；四川博眉启明星有序复产，预计 12 月中旬完成 75% 产能复产。而河南部分铝厂由于采暖季限产及铝价低迷，8 万吨减产已执行；同时云南暂未有进一步扩大减产的消息，但枯水期电力不足的扰动仍在继续，此前因电力不足减产产能预计在丰水期重新来临后才能恢复。目前供应增长有限及低库存的现实令铝价仍有支撑。中期而言，限电结束之后，电解铝生产仍将维持增量，供应端仍面临压力。国内消费仍未有大幅改善，疫情对运输的干扰更令消费雪上加霜；海外在衰退压力之下，经济增长放缓带来需求回落担忧。

整体上，短期内外供应面临电力、亏损等问题扰动，铝价具备向上弹性，但疫情等因素干扰下需求担忧仍存，关注后续国内消费好转力度。中期供应端复产持续，预计后续国内产量继续增加，铝价承压。

铅：消费旺季渐近尾声而出口有预期，供需格局渐走向过剩

本周再生铅冶炼厂利润修复，产量稳中有升，原生铅厂产量也维持较为稳定。10月在原生铅及再生铅产量均有所增长，产量同比有所增加，而后续随着内蒙古、云南等地炼厂的复产，未来铅产量将继续增长。下游逐渐走出消费旺季，终端消费有所转淡，而近期疫情反复也在影响下游铅蓄电池的生产，蓄电池市场趋淡，电池销量也有所走弱，但近期出口窗口打开令市场对出口消费有所预期。在供增而需减的趋势之下，铅将逐渐呈现小幅过剩格局。

锌：短期供应有增加预期，中期供需格局有望改善

海外方面，对欧洲气温的预测变动之下，天然气价格也随之出现大幅波动，显示当下欧洲能源的脆弱性。气价相较前期有所回落，上周Nyrstar位于荷兰的Budel工厂表示将于11月在有限的基础上恢复生产。而随着近期气温回归季节性，在即将到来的冬季，能源仍面临短缺的风险，在此背景下工业用电及电价水平仍是对剩余未减停产的锌冶炼产能造成威胁，而极低库存的现实也显示海外供需依旧紧张。

国内方面，四季度冶炼厂在TC上涨带来的利润回升、原料补充以及年末赶产计划的影响下，锌产量有望提升，但短期价格亦是仍有支撑，来源于当下低库存仍继续去库的现实，以及依旧频发的扰动事件。过去的大半年锌供应在各类扰动事件频发的背景下压力不大，在此背景下，即使过去几个月的需求仍以刚需为主，国内库存也依旧持续走低，目前库存已经来到极低水平。同时近期四川地区水域由于铊超标，省环保厅责令当地部分冶炼厂停产并进行环保检查，影响当地锌冶炼厂生产；青海疫情也影响锌矿及锌锭的运输；此外，云南水电隐忧下锌冶炼厂或有减产停产风险，仍将有可能令产量不及预期。展望未来，从矿端情况来看，锌矿生产如我们预期呈现不及市场此前预期的情况，中期全球矿产难放量，冶炼端仍是面临国产及进口矿有限的原料紧张问题。国内外冶炼端存在或有的减量预期，国内产量短期回升但进口补充有限，加之原料端紧张预计难缓解，供应端呈现高扰动低产出的局面。

需求端，海外面临经济衰退压力下的需求疲弱，国内需求在疫情及环保影响下，暂无明显改善，未来存在好转预期。若需求的刺激政策拉动效果好，加之供应端矿原料增量有限的制约，中期供需格局有望改善。

锡：国内生产维持平稳消费仍偏弱，锡价中期仍承压

本周云南、江西两地锡炼厂的生产总体而言较为平稳，目前冶炼厂生产受到的扰动总体而言较小，云南限电对锡冶炼厂影响不大，近期进口窗口关闭令供应压力有所缓和。10月国内精炼锡产量仍是呈现同比与环比的增长，后续产量也依旧有望维持平稳。消费端依旧是好转有限，需求增速难以匹配供应增量，预计仍是呈现过剩局面。中期看，随着国内供应扰动减退而海内外加息、衰退等利空之下的消费堪忧，锡价仍承压弱势。

► 小金属：钼供应刚性需求旺盛提振价格，储能带动钒电池高景气

本周钼精矿、钼铁价格较上周分别上涨 4.78%、4.75%。近期钼价维持高位，在于供需两方面的利好。供应端，钼矿原料紧张，目前受疫情及环保等因素影响，未来矿端增量有限，供应端弹性较小；而需求端海外需求旺盛，国内钼铁需求向好，中期需求受航空航天等传统工业、国防军工行业、电动车及风力涡轮机等绿色需求带动，需求有望向好。后续在全球供应端紧张而下游海外需求旺盛的利好之下，钼价有望继续上行。

本周五氧化二钒价格较上周下跌 1.65%至 11.95 万元/吨，钒铁价较上周下跌 2.22%至 13.20 万元/吨，钒电池指数本周下跌 1.26%报收 1536.25 点。中期而言，钒电池由于其安全性、循环寿命长、全生命周期成本低、国内资源丰富等优势，符合中大型电化学电站对于安全性等方面的要求，在发改委及能源局规划支持下，钒电池装机量有望大幅提升，钒在储能电池领域需求将迎来爆发。

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. 美联储官员鹰派表态令宏观再承压，供应延续扰动需求仍待起色.....	6
1.1. 贵金属.....	6
1.2. 基本金属.....	10
1.3. 小金属.....	16
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）.....	15
图 10 LME 基本金属涨跌（2021.1.4 为基期）.....	15
图 11 SHFE 铜价及库存（元/吨，吨）.....	15
图 12 LME 铜价及库存（美元/吨，吨）.....	15
图 13 SHFE 铝价及库存（元/吨，吨）.....	15
图 14 LME 铝价及库存（美元/吨，吨）.....	15
图 15 SHFE 锌价及库存（元/吨，吨）.....	16
图 16 LME 锌价及库存（美元/吨，吨）.....	16
图 17 SHFE 铅价及库存（元/吨，吨）.....	16
图 18 LME 铅价及库存（美元/吨，吨）.....	16
图 19 SHFE 锡价及库存（元/吨，吨）.....	16
图 20 LME 锡价及库存（美元/吨，吨）.....	16
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 锑锭及锑精矿价格（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. 美联储官员鹰派表态令宏观再承压，供应延续扰动需求仍待起色

1.1. 贵金属

1.1.1. 一周重点新闻

1. “鹰王”布拉德：美联储做得还不够 仍需进一步加息

当地时间周四（11 月 17 日），圣路易斯联储主席布拉德表示，到目前为止，加息对通胀的影响是有限的，因此美联储仍需进一步加息才能实现平息通胀的目标。

今年迄今为止，美联储共进加息六次，累计升息 375 个基点，将联邦利率目标区间上调至 3.75%-4%，这是该央行自上世纪 80 年代以来最激进的加息周期。

尽管如此，作为美联储鹰派官员的代表人物，布拉德却认为，虽然美联储今年采取了积极的行动，但目前的政策目标利率仍低于让通胀至 2% 目标所需的“充分限制性”水平。

布拉德表示，即使基于鸽派立场的假设，利率也至少需要上升到 5% 左右，而更严格的假设则建议利率高于 7%。

布拉德称：“到目前为止，货币政策立场的变化似乎只对观察到的通胀产生了有限的影响，但市场定价表明，预计 2023 年才会出现反通货膨胀（Disinflation）。”反通货膨胀是指通货膨胀速度下降，但经济仍然处于通货膨胀的状态。

10 月 CPI 数据显示，美国通胀可能正在放缓。美国 10 月 CPI 同比上涨 7.7%，明显低于预期，时隔 7 个月再度回落至 8% 以下，但仍远高于美联储 2% 的目标。

布拉德并未对美联储 12 月利率会议发表直接看法，目前市场更倾向于美联储将在 12 月加息 50 个基点。

在布拉德看来，5% 可能是本轮加息周期终端利率需要达到的下限，上限可能更接近 7%。根据目前的市场定价，到 2023 年年中，联邦基金利率将在 5% 左右触顶。

布拉德强调，谨慎是有必要的，因为投资者和美联储在过去 18 个月里一直在预测通胀即将下降。（财联社）

2. 白银市场或迎来数十年来最大规模供应短缺

世界白银协会(Silver Institute)周四表示，今年全球白银需求预计增长 16%至 12.1 亿盎司，将制造数十年来最大的供应缺口。该协会称，无论是饰品、银器，还是散户投资者的银币和银条需求都有望达到创纪录水平。由于汽车电子零件的增加，汽车行业的白银需求也将上升，但该行业仅占白银总需求的 5%左右。太阳能板约占白银需求的 10%。（世界白银协会）

3. 美联储 12 月加息 50 个基点的概率为 80.6%

据 CME“美联储观察”：美联储 12 月加息 50 个基点至 4.25%-4.50%区间的概率为 80.6%，加息 75 个基点的概率为 19.4%；到明年 2 月累计加息 75 个基点的概率为 47.8%，累计加息 100 个基点的概率为 44.3%，累计加息 125 个基点的概率为 7.9%。（新浪财经）

4. IMF 首席经济学家戈皮纳特：2023 年全球许多国家都将陷入经济衰退

IMF 首席经济学家戈皮纳特：2023 年全球许多国家都将陷入经济衰退。全球通胀扩大到食品和能源以外的领域。货币和财政失调的风险不断上升。美元走强是目前的主要挑战。各国应该保留外汇储备，以防风险恶化。许多国家迫切需要通过 G20 进行有序的债务重组。（汇通网）

5. 美联储研究：美国国债市场的低流动性仍然令人担忧

纽约联储研究员 Michael Fleming 和 Claire Nelson 表示，虽然今年美国国债流动性的恶化及波动率大幅上升符合市场预期，但有理由对该市场的潜在韧性保持关切。监管部门和业内人士应该密切关注这一动态，继续采取措施巩固这个关键市场。两位研究人员称，流动性低于正常水平意味着流动性冲击将对价格产生比平常更大的影响，或许更有可能引发证券抛售、高波动和流动性不足之间的负反馈循环。目前买卖价差已经扩大，但仍低于 2020 年初疫情引发的混乱中达到的极端水平。（金十数据）

1.1.2. 贵金属：美零售数据好于预期宏观短期承压，避险价值依旧支撑金价

本周公布的美国 10 月零售销售月率数据高于前值与预期，为今年 2 月以来最大增幅，分项数据显示，美国消费者在汽油、汽车、食品等领域的支出显著增加，10 月汽油价格的反弹、食品价格的上涨等对于零售销售额有较大贡献，超预期增长的零售销售数据，令市场受上周 CPI 不及预期所鼓舞的情绪有所降温，同

时，数据发布之后，布拉德、戴利等多位美联储官员发表鹰派表态，布拉德认为还需继续加息以达到通胀目标，同时，多位官员也对紧张的就业市场及上涨的服务价格表示担忧。超预期的数据及官员鹰派表态，令市场对后续加息预期又有所升温，但目前市场仍预期 12 月将加息 50 个基点。

同时，无论美联储官员表态是鹰是鸽，一致的意见是后续的货币政策需要取决于经济数据表现，而相较于零售销售数据，美联储更为看重的两个数据是就业以及 CPI 数据。目前就业数据看似依旧强劲，但较前期表现已有所降温，且目前较为紧张的劳动力数据部分来源于疫情、移民减少等原因导致的劳动参与率显著低于疫情前水平。而从 CPI 数据看，10 月核心服务通胀仍在高位，房屋租金仍持续上涨、能源价格再度反弹、劳动力供需依旧失衡等因素仍可能推动 CPI 粘性，同时目前通胀绝对数仍在高位。虽然距离通胀目标仍有距离或将导致美联储后续继续加息，美国经济所呈现出的韧性仍给予加息操作空间，但在衰退担忧及高通胀夹击之下，若是小幅度但更长时间的加息及更高的终端利率水平将使衰退风险进一步走强。

中期来看，高通胀高物价叠加加息压力令美国面临经济增长前景疲软，未来需求或将进一步走弱，经济衰退担忧依旧较强；而能源价格高位之下企业及生活成本上涨，欧洲经济持续承压，同样面临创纪录的高通胀及高加息幅度的双重夹击。欧美衰退预期进一步走强之下，对全球前景黯淡的担忧及避险需求仍在升温。与此同时，俄乌局势仍未见明显缓和，对于经济前景的担忧及俄乌冲突持续之下，贵金属仍有避险价值。

整体而言，对全球经济前景担忧继续升温、俄乌冲突仍在持续，黄金继续彰显其避险价值。

1.1.3. 价格及库存

本周 COMEX 黄金下跌 1.25% 至 1,752.00 美元/盎司，COMEX 银下跌 3.76% 至 20.98 美元/盎司。COMEX 黄金库存减少 237,162 金衡盎司，COMEX 白银库存减少 3,693,476 金衡盎司。SHFE 黄金上涨 0.17% 至 407.42 元/克，SHFE 白银下跌 2.78% 至 4,857.00 元/千克。SHFE 黄金库存较上周增加 3.00 千克，SHFE 白银库存减少 33,442.00 千克。

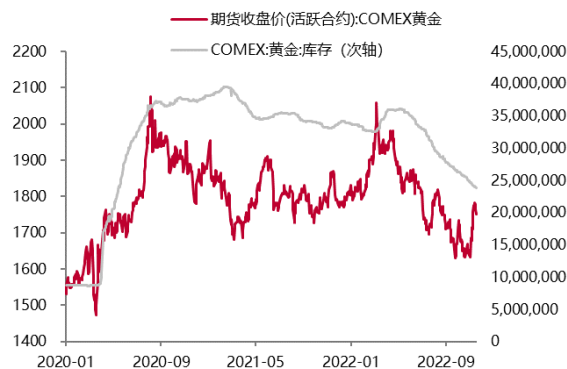
本周金银比走高至 83.53。本周 COMEX 白银非商业净多持仓增加 11,479 张，COMEX 黄金非商业净多持仓增加 82,338 张。本周 SPDR 黄金 ETF 持仓减少 176,859.66 金衡盎司，SLV 白银 ETF 持仓增加 1,841,228.80 盎司。

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)



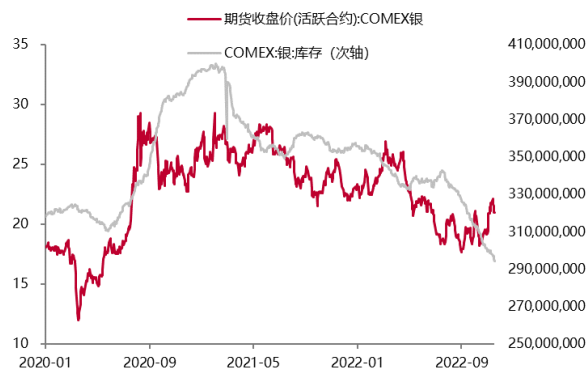
资料来源：Wind，华西证券研究所

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)



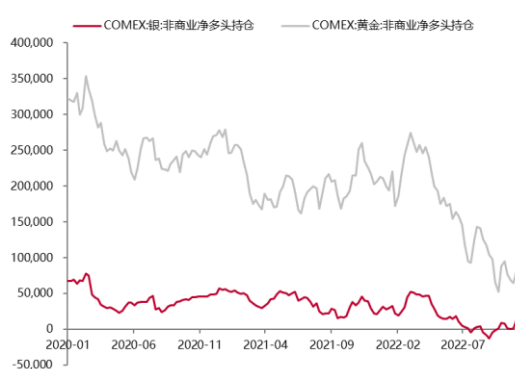
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 5 金银比



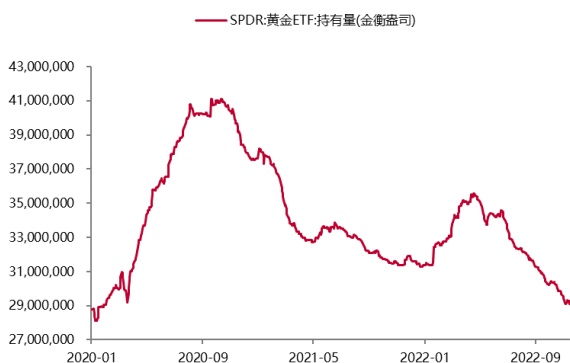
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 COMEX 非商业净多持仓（张）



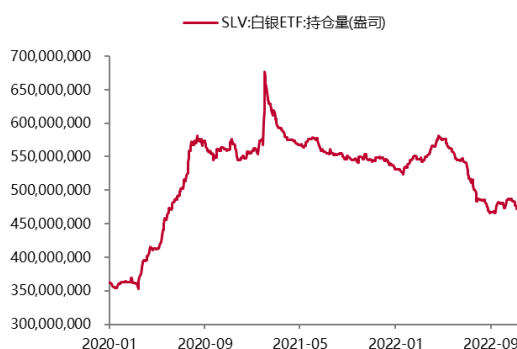
资料来源：Wind，华西证券研究所

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

1.2.1.一周重点新闻

1. 俄铝致信 LME：应披露所有金属库存来源 而不是仅限制俄罗斯金属

俄罗斯铝业公司(以下简称俄铝)致信给伦敦金属交易所(LME)称，LME 应定期披露所有金属库存来源，而不是像拟议的那样单独披露俄罗斯的金属。俄铝是俄罗斯唯一的原铝生产商，该公司 2021 年铝产量为 376 万吨。俄铝在信中表示：“LME 计划从明年 1 月起每月发布一份关于现货俄罗斯金属比例的报告。我们自然担心，任何此类报告都将仅限于俄罗斯金属。为了在更好的透明度下服务于市场，在不提起任何具体产地或生产商的情况下，我们寻求你们的确认，未来的任何报告都将包含所有地区的金属的比例。”（SHMET）

2. 广西发布政策支持电解铝企业四季度加快启槽复产

广西稳工业保运行攻坚战指挥部办公室印发《关于支持部分重点行业稳增长的政策措施》，其中提到，支持电解铝企业加快启槽生产。支持电解铝企业加快启槽、提高产能利用率，对今年以来受疫情影响或节能技改原因停槽的电解铝企业，在四季度启槽实现产能提升的，按产能利用率提升水平给予一定奖励。支持电解铝企业运用新工艺、新技术和绿色低碳技术开展节能改造，相关节能技改项目优先纳入“千企技改”工程项目计划。此外，支持钢铁、铜、水泥等困难行业企业加快恢复生产。（SHMET、广西省工信厅官网）

3. 四川博眉启明星有序复产，预计 12 月中旬完成 75% 产能复产

印度矿业协会 FIMI 已寻求对锌、铜和铝等一系列金属征收更高的进口税，以帮助遏制廉价进口浪潮。印度矿业协会致信财政部称，政府应将几种铝产品的进口税从 2.5% 提高到 10%-15%，其中包括废铝。印度是世界第三大原铝生产国。预计未来两年，印度铝生产商的综合产能将从目前的 410 万吨提高至 460 万吨。预计截至 2023 年 3 月的本财年，印度的铝需求为 420 万吨，而在上一财年，该国进口了 230 万吨铝。FIMI 还敦促政府将铜锭和锌锭中间产品和制成品的进口税从 5% 提高到 7.5%，并表示，印度约 100 万吨的初级铜精炼产能足以满足国内需求。（新浪财经）

4. 阿坝铝厂首批 4 台电解槽顺利通电

今年 8 月阿坝铝厂被按下了暂停键，随着电力供应的压力得到缓解，为确保地方社会经济稳定。近日，阿坝铝厂首批 4 台电解槽顺利通电，也标志着正式按下了阿坝铝厂复工复产的启动键。（阿铝微语公众号）

5. 四川博眉启明星有序复产，预计 12 月中旬完成 75% 产能复产

近日来，博眉启明星铝业公司电解槽复产工序繁杂，精创打磨、装炉、通电焙烧、铝水灌装等工作井然有序，电解铝厂有序复产。目前，已完成 168 台电解槽粗创工作，101 台电解槽精创工作，装炉 8 台，焙烧 3 台，通电启动 56 台，预计 12 月中旬完成 75% 产能复产。据 SMM 数据显示，该企业电解铝产能为 12.5 万吨，三季度因四川电力紧张，紧急停产。四季度仍处于四川的枯水期，预计企业其他 25% 产能复产有待电力供应情况改善。（SMM）

1.2.2. 铜：美联储加息预期升温宏观承压，中期供需趋于宽松基本面亦承压

本周美国 10 月零售销售数据高于前值与预期，同时多位美联储官员发表鹰派言论，令市场对后续加息的预期再度有所升温，宏观压力边际有所增加，铜价承压下跌。

基本面方面，同样面临压力。供应方面延续此前增加的趋势，新扩建矿山贡献增量弥补了南美铜矿产量的不及预期，铜矿 TC 延续此前上行势头，铜矿维持宽松格局，在大型矿山陆续投产的背景下，全年铜矿将实现同比增长。而冶炼端，短期仍是面临疫情及检修的扰动，短期部分地区现货端略显紧张，但整体 10 月产量呈现同比增长。后续随着冶炼厂生产恢复、年底赶工影响，以及新产能的投产，铜产量继续实现增长，中期供应走向宽松。消费端，临近年底，在疫情扰动不断的影响下，铜终端消费亦是缺乏起色，部分国网订单延迟至明年，同时地产亦难以对铜消费形成明显拉动；海外欧美衰退担忧升温，在加息、地缘政治、能源问题影响下，衰退担忧令海外需求不甚乐观。

整体上，美联储加息再度升温令宏观承压，短期供需仍偏紧，中期供应缓慢但确定地恢复，海外存在经济增速放缓担忧对冲国内消费，铜价面临下行压力。

1.2.3. 铝：复产与减产并存短期供需双弱，限电结束后仍有过剩压力

海外方面，近期欧洲能源面临较大波动，市场情绪随着对未来欧洲气温的预期剧烈变化，周初市场预期欧洲天气将转冷导致天然气价格飙涨，后续天气预报料欧洲变暖，欧洲天然气价格又随之下跌，气候预期引发的价格波动显示当下欧洲能源体系脆弱性。在冬季结束之前，欧洲能源危机仍有隐忧，冬季能源供应压力依旧较大，现有库容能用多久仍是面临考验，在此背景下，工业用电面临风险。欧洲多国电力紧张局面或仍将延续，前期海外因高电价减产铝厂未有复产消息，后续海外电力成本过高致使的减产仍是风险点。

国内方面，供应端多次出现预期外减量导致运行产能增长缓慢，目前呈现复产与减产并存的局面。近期四川与广西的复产节奏有所加速，本周广西发布政策支持电解铝企业四季度加快启槽复产，四川阿坝铝厂首批 4 台电解槽顺利通电；四川博眉启明星有序复产，预计 12 月中旬完成 75% 产能复产。而河南部分铝厂由于采暖季限产及铝价低迷，8 万吨减产已执行；同时云南暂未有进一步扩大减产的消息，但枯水期电力不足的扰动仍在继续，此前因电力不足减产产能预计在丰水期重新来临后才能恢复。目前供应增长有限及低库存的现实令铝价仍有支撑。中期而言，限电结束之后，电解铝生产仍将维持增量，供应端仍面临压力。国内消

费仍未有大幅改善，疫情对运输的干扰更令消费雪上加霜；海外在衰退压力之下，经济增长放缓带来需求回落担忧。

整体上，短期内外供应面临电力、亏损等问题扰动，铝价具备向上弹性，但疫情等因素干扰下需求担忧仍存，关注后续国内消费好转力度。中期供应端复产持续，预计后续国内产量继续增加，铝价承压。

1.2.4.铅：消费旺季渐近尾声而出口有预期，供需格局渐走向过剩

本周再生铅冶炼厂利润修复，产量稳中有升，原生铅厂产量也维持较为稳定。10月在原生铅及再生铅产量均有所增长，产量同比有所增加，而后续随着内蒙古、云南等地炼厂的复产，未来铅产量将继续增长。下游逐渐走出消费旺季，终端消费有所转淡，而近期疫情反复也在影响下游铅蓄电池的生产，蓄电池市场趋淡，电池销量也有所走弱，但近期出口窗口打开令市场对出口消费有所预期。在供增而需减的趋势之下，铅将逐渐呈现小幅过剩格局。

1.2.5.锌：短期供应有增加预期，中期供需格局有望改善

海外方面，对欧洲气温的预测变动之下，天然气价格也随之出现大幅波动，显示当下欧洲能源的脆弱性。气价相较前期有所回落，上周 Nyrstar 位于荷兰的 Budel 工厂表示将于 11 月在有限的基础上恢复生产。而随着近期气温回归季节性，在即将到来的冬季，能源仍面临短缺的风险，在此背景下工业用电及电价水平仍是对剩余未减停产的锌冶炼产能造成威胁，而极低库存的现实也显示海外供需依旧紧张。

国内方面，四季度冶炼厂在 TC 上涨带来的利润回升、原料补充以及年末赶产计划的影响下，锌产量有望提升，但短期价格亦是仍有支撑，来源于当下低库存仍继续去库的现实，以及依旧频发的扰动事件。过去的大半年锌供应在各类扰动事件频发的背景下压力不大，在此背景下，即使过去几个月的需求仍以刚需为主，国内库存也依旧持续走低，目前库存已经来到极低水平。同时近期四川地区水域由于铊超标，省环保厅责令当地部分冶炼厂停产并进行环保检查，影响当地锌冶炼厂生产；青海疫情也影响锌矿及锌锭的运输；此外，云南水电隐忧下锌冶炼厂或有减停产风险，仍将有可能令产量不及预期。展望未来，从矿端情况来看，锌矿生产如我们预期呈现不及市场此前预期的情况，中期全球矿产难放量，冶炼端仍是面临国产及进口矿有限的原料紧张问题。国内外冶炼端存在或有的减

量预期，国内产量短期回升但进口补充有限，加之原料端紧张预计难缓解，供应端呈现高扰动低产出的局面。

需求端，海外面临经济衰退压力下的需求疲弱，国内需求在疫情及环保影响下，暂无明显改善，未来存在好转预期。若需求的刺激政策拉动效果好，加之供应端矿原料增量有限的制约，中期供需格局有望改善。

1.2.6.锡：国内生产维持平稳消费仍偏弱，锡价中期仍承压

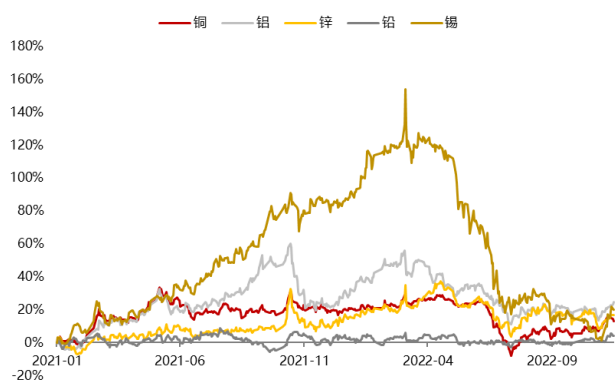
本周云南、江西两地锡炼厂的生产总体而言较为平稳，目前冶炼厂生产受到的扰动总体而言较小，云南限电对锡冶炼厂影响不大，近期进口窗口关闭令供应压力有所缓和。10月国内精炼锡产量仍是呈现同比与环比的增长，后续产量也依旧有望维持平稳。消费端依旧是好转有限，需求增速难以匹配供应增量，预计仍是呈现过剩局面。中期看，随着国内供应扰动减退而海内外加息、衰退等利空之下的消费堪忧，锡价仍承压弱势。

1.2.7.价格及库存

本周 LME 市场铜、铝、锌、铅价格较上周下跌 6.46%、1.75%、0.21%、0.05%，锡价格较上周上涨 7.19%。SHFE 市场，铜、铅价格较上周下跌 2.79%、0.06%，铝、锌、锡价格较上周上涨 2.37%、2.05%、2.23%。

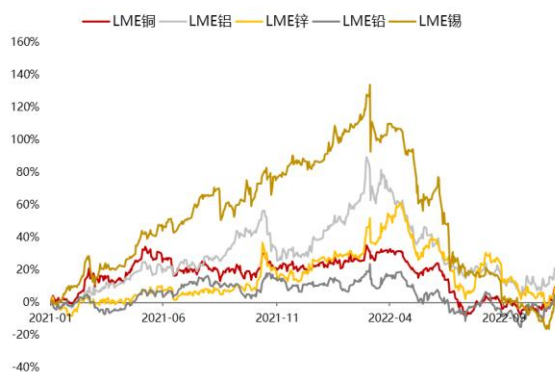
库存方面，LME 市场铜、铅库存较上周分别增加 15.25%、10.54%，铝、锌、锡库存较上周分别下降 4.53%、0.64%、6.69%。SHFE 市场铜、铅、锌、锡库存较上周分别增加 12.66%、1.42%、2.45%、43.32%，铝库存较上周下降 8.49%。

图 9 SHFE 基本金属涨跌 (2021.1.4 为基期)



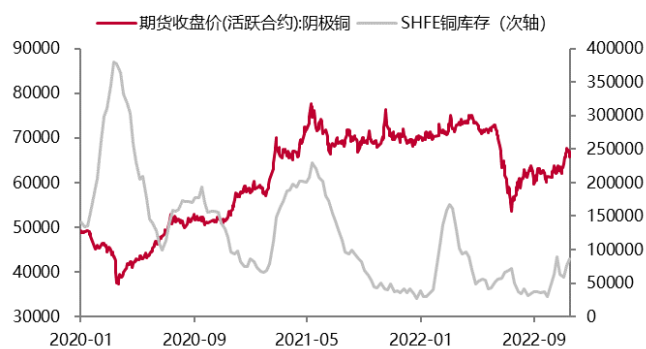
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 LME 基本金属涨跌 (2021.1.4 为基期)



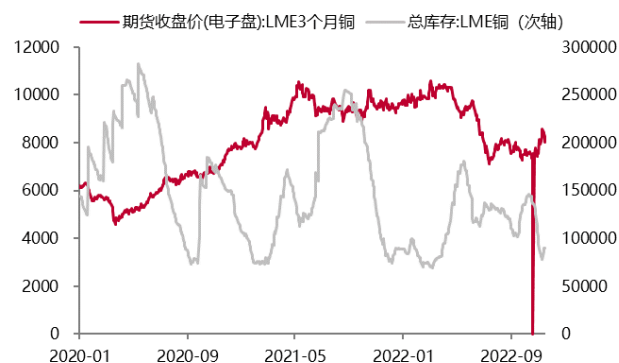
资料来源：Wind，华西证券研究所

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)



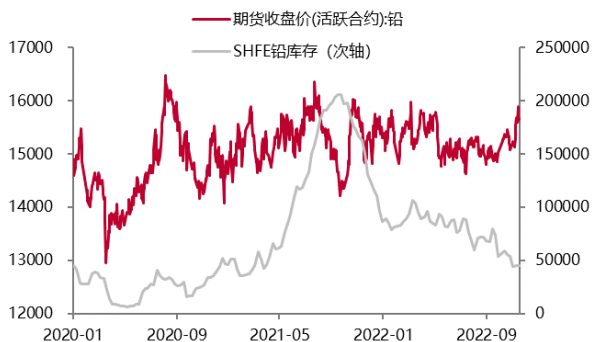
资料来源：Wind，华西证券研究所

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)



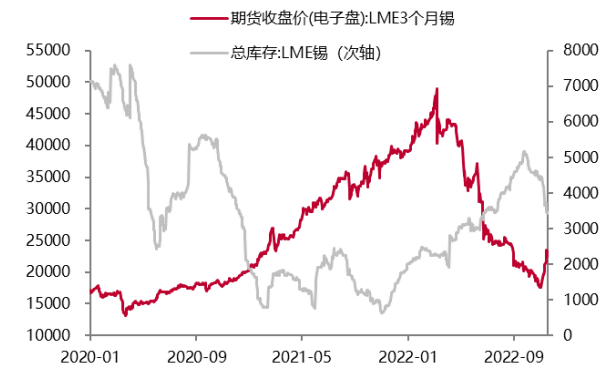
资料来源：Wind，华西证券研究所

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. 年产 4.5GWh！户储逆变器龙头固德威拟 25 亿投向储能电池

又有一家上市企业将储能电池生产基地建设提上日程。

固德威拟 25 亿投建储能电池生产基地

11 月 16 日晚间，固德威发布公告称，拟向特定对象发行 A 股股票募集资金用于进一步扩大产能和补充流动资金。本次发行募集资金总额不超过 24.998 亿元，所募资金将用于年产 20GW 并网逆变器及 2.7GWh 储能电池生产基地建设项目；年产 20GW 并网、储能逆变器及 1.8GWh 储能电池生产基地建设项目；以及补充流动资金。

据悉，两大项目并网逆变器和储能电池项目的实施主体都为固德威全资子公司固德威电源科技（广德）有限公司，旨在扩大公司光伏并网逆变器、储能产品生产规模，提高公司盈利能力。其中，前者的项目投资约 126709.11 万元，包含建设投资 109444.43 万元，铺底流动资金 17264.68 万元，拟新建 12.4 万平方米的生产厂房及仓库，拟投资 62375.28 万元用于先进软硬件设备的购置和安装。后者的项目投资约 87287.86 万元，其中建设投资 74697.86 万元，铺底流动资金 12590.00 万元，新建 8.7 万平方米的生产厂房和仓库，拟投资 42777.20 万元用于先进软硬件设备的购置和安装。

经测算，两大项目预期效益良好，其中，前者预计年均营业收入为 642540.49 万元，年均税后利润为 64886.94 万元，税后内部收益率为 36.28%；后者预计年均营业收入为 479526.02 万元，年均税后利润为 48,135.57 万元，税后内部收益率为 39.56%。

户储逆变器龙头为何要做储能电池

公开资料显示，固德威自成立以来一直立足于光伏行业，主营业务产品包括光伏并网逆变器、储能产品及户用系统等产品，功率覆盖 0.7kW~80kW，充分满足户用、扶贫、工商业及大型电站需求。当前，海外是其业务发展的主要阵地，光伏逆变器等产品已经出口公司产品已批量销往德国、意大利、澳大利亚、韩国、荷兰、印度、比利时、土耳其、墨西哥、巴西、波兰、南非等全球多个国家和地区。凭借强劲的市场表现，在全球市场上获得了较高的知名度和信誉度，有数据显示，固德威是 IHS 权威排名全球逆变器十强品牌之一，2019 年，其户用储能逆变器出货量在全球市场排名第一，全球市占率约 15%。

据全球能源研究权威机构 Wood Mackenzie 发布的 2021 年数据显示，固德威跻身全球三大储能逆变器供应商，全球市场份额约 13%。今年上半年，受益于光

伏行业的发展，公司持续拓展光伏逆变器境外市场，销售规模扩大等利好因素影响，固德威实现营业收入 145240.51 万元，较上年同期增长 33.61%。其中，来自主要由光伏逆变器产品出口构成的境外收入占比达 84.20%。

作为在储能逆变器具有一定经验积累和市场优势的企业之一，此次，固德威此次发力储能逆变器、并网逆变器可谓是顺势而为，将储能电池生产纳入发展蓝图其实也不难理解。毕竟，单从储能系统而言，电池组、储能变流器、电池管理系统、能量管理系统以及其他电气设备是构成储能系统的关键部件。其中，电池组占储能系统成本的 60%，储能变流器占比达 20%，能量管理系统占比达 10%，电池管理系统占比为 5%。

如果固德威能顺利建成储能电池生产基地，完成储能电池产线建设、试产、投产、批量出货等一系列工作，那么在储能系统方案提供上，固德威无疑将进一步巩固自己的实力，或许在储能领域也能拥有更多的议价能力。

据相关媒体机构不完全统计发现，2022 年 1-10 月已有近 90 个储能项目开工、签约，项目总投资超千亿。其中，储能电池项目近 40 个，总产能约 920GWh。规模相对可观的有，总投资 150 亿，计划建设年产 30GWh 动力及储能电池的中创新航动力及储能电池基地二期项目，派能科技合肥 10GWh 锂电池研发制造基地项目，以及鹏辉能源衢州年产 20GWh 智慧储能电池项目等，这些项目均已先后落地、开工。

总之，在储能电池领域，不说强者如云，但有所布局的企业皆不可小觑，而固德威此番入局储能电池领域，究竟能否如其逆变器业务在海外市场中一般，迅速“攻城略地”，与其他储能企业们在储能电池生产方面一较高下，起点储能网将持续关注。（起点储能网）

2. 预计新增 15.5GWh！鹏辉能源拟募资 45 亿元加码扩大储能电池和动力电池产能

鹏辉能源发布发行募集资金不超 45 亿元发行 A 股股票的公告，据公告披露，鹏辉能源本次募集资金投资项目主要系扩大储能电池和动力电池的产能，并以扩大储能类锂电池产能为主。此次发行募集资金投资项目达产后，预计将新增年产 15.5GWh 储能及动力电池的生产能力，鹏辉能源储能类及动力类锂电池产能将在现有基础上大幅提升。

本次发行募集资金总额不超过 450,000.00 万元(含本数)，扣除发行费用后的募集资金净额拟全部投入鹏辉智慧储能制造基地项目(年产 10GWh 储能电池项目)、鹏辉智慧储能及动力电池制造基地项目、补充流动资金。

鹏辉智慧储能制造基地项目(年产 10GWh 储能电池项目)

该项目通过鹏辉能源全资子公司衢州鹏辉实施，总投资额为 300.000.00 万元，项目分两期进行，其中项目一期 5GWh 储能锂离子电池产能，建设期为 16 个月，项目二期 5GWh 储能锂离子电池产能，建设期为 18 个月，本项目实施地点位于浙江省衢州市。本项目主要生产锂离子电池和锂电池系统，用于储能市场领域，可形成年产 10GWh 储能锂离子电池的产能。

本项目已取得衢州市发展和改革委员会出具的《关于衢州鹏辉能源科技有限公司鹏辉智慧储能制造基地项目(年产 10GWh 储能电池项目)节能报告的审查意见》。

鹏辉智慧储能及动力电池制造基地项目

该项目由鹏辉能源全资子公司柳州鹏辉实施，总投资额为 120.000.00 万元，项目建设期为 15 个月，实施地点位于广西省柳州市北部生态新区智能电网产业园(一期)以东、北进路以西之间地块。本项目主要生产锂离子电池和锂电池系统，用于储能和新能源车市场领域，可形成年产 5.5GWh 锂离子电池的产能。

鹏辉智慧储能制造基地项目(年产 10GWh 储能电池项目)一期项目的预计税后内部收益率为 10.49%，二期项目的预计税后内部收益率为 11.50%，鹏辉智慧储能及动力电池制造基地项目的预计税后内部收益率为 15.20%，效益良好;鹏辉智慧储能制造基地项目(年产 10GWh 储能电池项目)和鹏辉智慧储能及动力电池制造基地项目的预计毛利率在 15.12%-16.54%之间。(长江有色金属网)

3.50 亿钒电池装备项目落户安徽

据望江之声官微消息显示，11 月 12 日，安徽省安庆市望江县人民政府与常州中力控股集团就全钒液流电池产线及装备制造项目在常州市举行签约仪式。

据悉，此次签约的全钒液流电池产线及装备制造项目，总投资 50.18 亿元，建设周期四年，主要进行全钒液流电池电堆生产，打造全钒液流电池产线及装备制造基地。

钒电池产业链大致可分为上游资源、中游制造集成以及下游应用三个环节，其中上游主要涉及钒资源的开采与冶炼，中游则进行钒电池储能系统的设计与制造，包括功率单元(电堆)与能量单元(电解液)两大部分，下游主要负责储能项目的开发和运营。

而中游环节则是钒电池产业链的核心竞争部分，同时也是技术壁垒所在。据 IRENA 数据，电堆和电解液是钒电池主要成本，合计占比达到 75%左右，其中，钒电解液成本约占 40%，电堆成本约占 35%，其他构件成本占比 25%左右。

在电堆布局方面，除常州中力控股外，布局的还有国网英大、上海电气、易成新能等企业。其中国网英大自 2010 年就开始进行钒电池储能技术的研究，技术实力处于国内第一梯队；上海电气同时已掌握钒电解液技术，并对其进行了商业应用落地，并且已经推出了兆瓦级钒电池，今年 9 月更是披露钒电池在手订单储备量近 3GWh。（维科网锂电）

1.3.2. 小金属：钼供应刚性需求旺盛提振价格，储能带动钒电池高景气

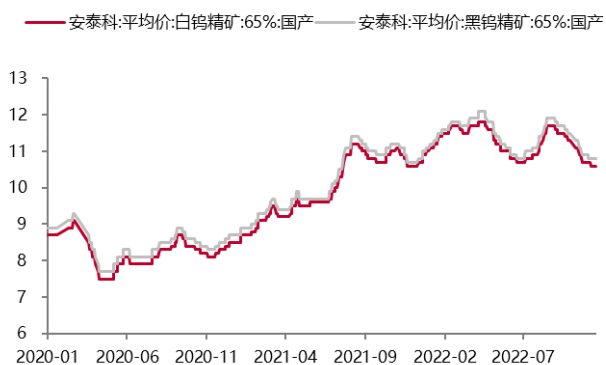
本周钼精矿、钼铁价格较上周分别上涨 4.78%、4.75%。近期钼价维持高位，在于供需两方面的利好。供应端，钼矿原料紧张，目前受疫情及环保等因素影响，未来矿端增量有限，供应端弹性较小；而需求端海外需求旺盛，国内钼铁需求向好，中期需求受航空航天等传统工业、国防军工行业、电动车及风力涡轮机等绿色需求带动，需求有望向好。后续在全球供应端紧张而下游海外需求旺盛的利好之下，钼价有望继续上行。

本周五氧化二钒价格较上周下跌 1.65%至 11.95 万元/吨，钒铁价较上周下跌 2.22%至 13.20 万元/吨，钒电池指数本周下跌 1.26%报收 1536.25 点。中期而言，钒电池由于其安全性、循环寿命长、全生命周期成本低、国内资源丰富等优势，符合中大型电化学电站对于安全性等方面的要求，在发改委及能源局规划支持下，钒电池装机量有望大幅提升，钒在储能电池领域需求将迎来爆发。

精铈价格较上周上涨 8.42%。二氧化锆、锆锭价格分别较上周上涨 0.88%、0.58%。高碳铬铁、金属铬、精铋、海绵钛、白钨精矿、黑钨精矿、APT、钨铁价格较上周持平。镁锭价格较上周下跌 1.94%。锑锭、锑精矿价格较上周下跌 0.65%、1.56%。

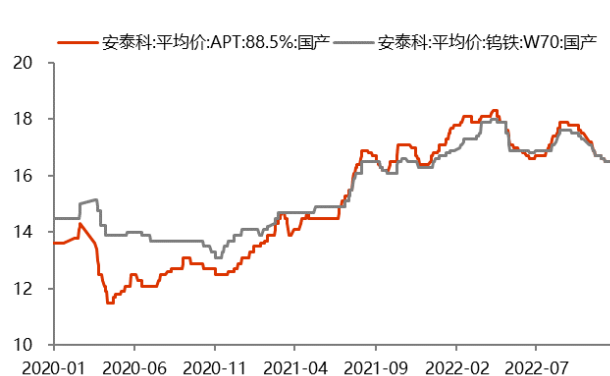
1.3.3. 价格变化

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）



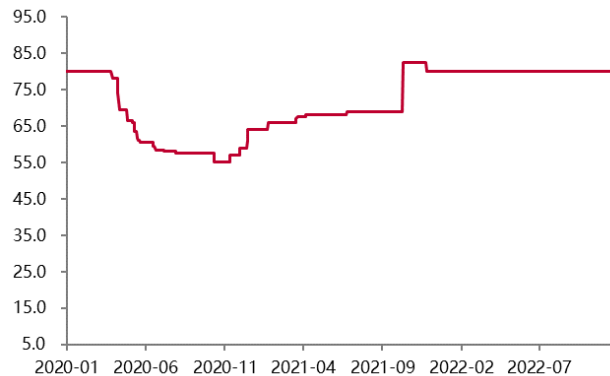
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 23 钼精矿及钼铁价格（元/吨，万元/基吨）



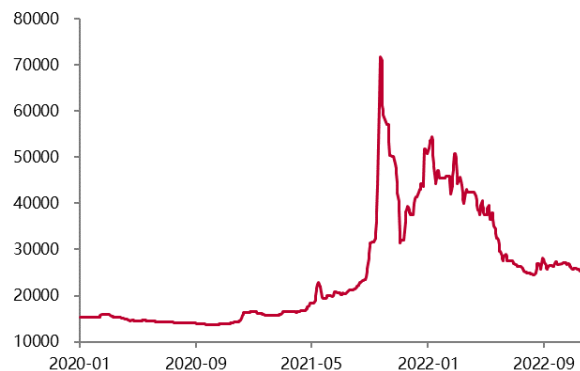
资料来源：Wind，华西证券研究所

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）



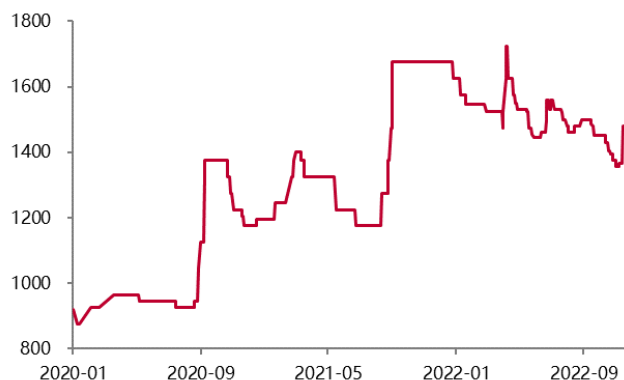
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 26 钒产品价格（元/千克）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 27 精铟价格（元/千克）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 28 铬产品价格（元/吨）



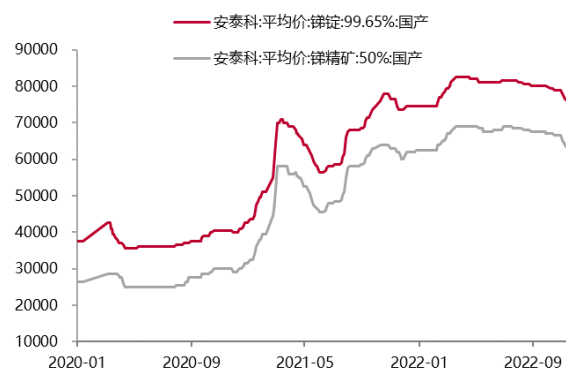
资料来源：Wind，华西证券研究所

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）

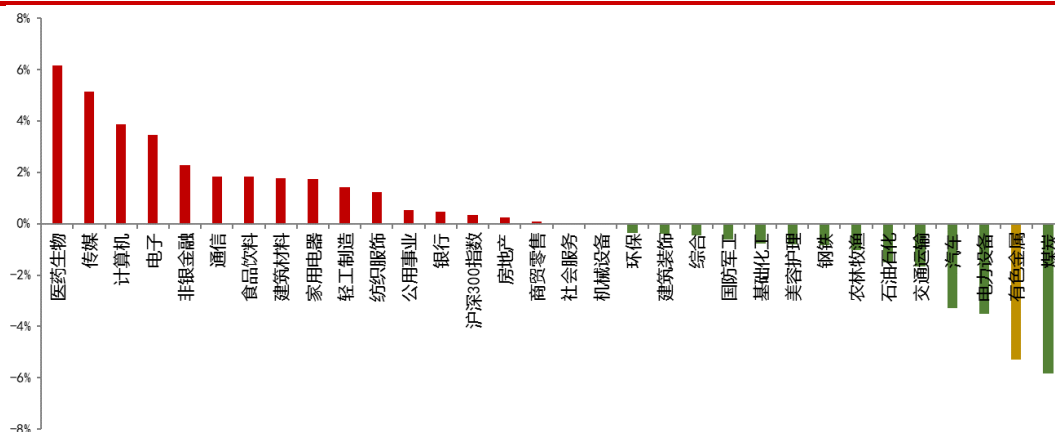


资料来源：Wind，华西证券研究所

1.4.行情回顾

1.4.1.行业板块表现

图 31 一周板块涨跌 (%)

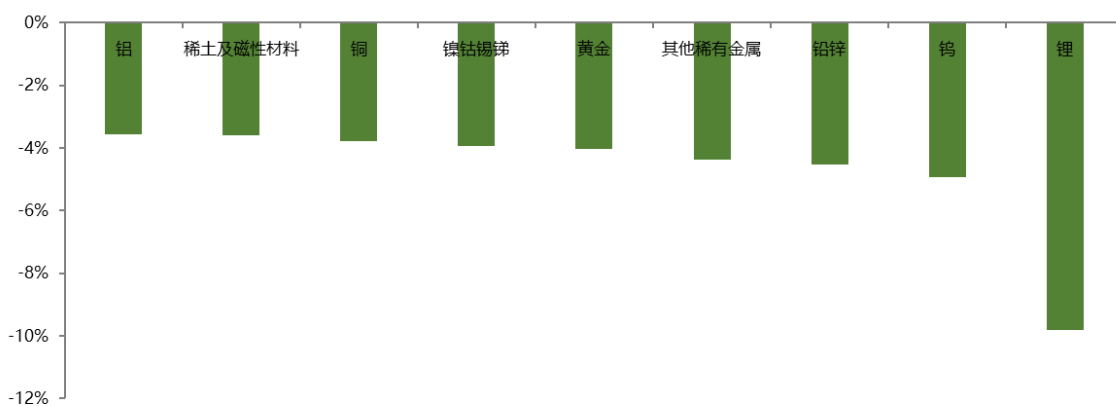


资料来源：Wind，华西证券研究所

本周上证指数报收 3,097.24 点，周涨幅 0.32%；沪深 300 报收 3,801.57 点，周涨幅 0.35%；本周 SW 有色金属板块跌幅 5.29%。

从细分行业看，子行业中铝、稀土及磁性材料、铜、镍钴锡锑、黄金、其他稀有金属、铅锌、钨、锂跌幅分别为 3.56%、3.58%、3.79%、3.93%、4.03%、4.38%、4.52%、4.93%、9.82%。

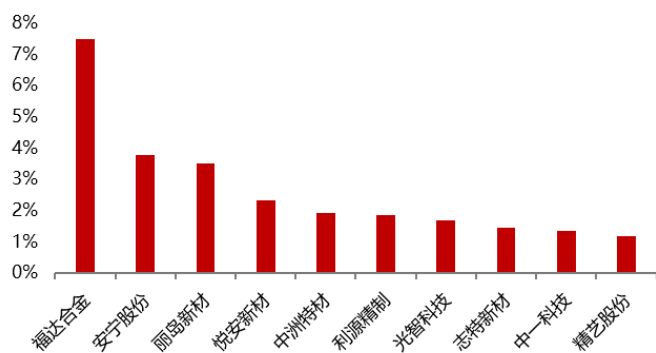
图 32 有色细分行业周涨跌 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

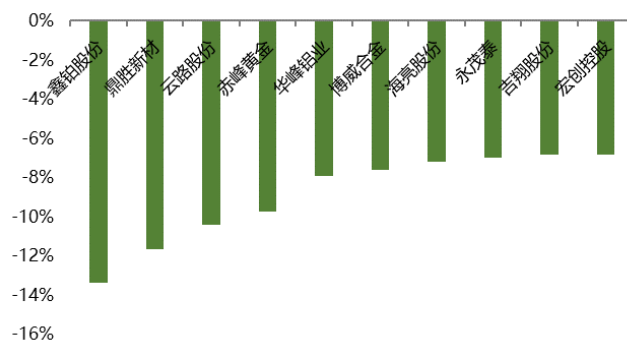
1.4.2. 个股表现

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，周涨幅前五分别是福达合金、安宁股份、丽岛新材、悦安新材、中洲特材，涨幅分别为 7.46%、3.76%、3.50%、2.33%、1.91%。跌幅前五分别是鑫铂股份、鼎胜新材、云路股份、赤峰黄金、华峰铝业，跌幅分别为 13.34%、11.63%、10.42%、9.73%、7.92%。

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在最新状态。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。