

# 有色金属行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

金属材料组

分析师：李超（执业 S1130522120001）

lichao3@gjzq.com.cn

联系人：宋洋

songyang@gjzq.com.cn

联系人：陈凯丽

chenkaili@gjzq.com.cn

## 大宗及贵金属周报：美国经济韧性仍强，国内再迎铝减产传闻

### 行情综述&投资建议

本周（1.30~2.3）内 A 股下跌，沪深 300 指数收跌 1.0%，有色金属跑赢大盘，收涨 2.6%。个股层面，东方锆业、翔鹭钨业、金钼股份涨幅领先；ST 荣华、博威合金、云南铜业跌幅靠前。

工业金属：

1) 铜：本周 LME 铜价格-3.72%至 8926 美元/吨，沪铜价格-2.29%至 6.87 万元/吨。宏观层面，美联储议息会议落地，加息幅度如预期放缓至 25bp，经济软着陆预期有所增加，对 23H2 铜需求的压制有所减弱。基本面端，本周三大交易所+上海保税区铜库存增长 9.7 万吨至 40.64 万吨，国内 1 月官方制造业 PMI 报 50.1，重回荣枯线之上，节后需求的恢复将决定年内累库高度以及价格弹性。23 年全球铜矿供给边际宽松，但是粗炼端产能相对矿端较为短缺，因此矿端过剩大概率无法顺利传导至电解铜供需平衡。叠加过去几年铜矿资本开支较少，24 年矿端供应增速或将再次下滑。在库存低位和通胀预期高位支撑下，23H2 美联储降息预期的出现，或将引致国内外需求共振，促使铜价引来新一轮上涨。建议关注紫金矿业、河钢资源等标的。

2) 铝：本周 LME 铝价格-2.34%至 2566 美元/吨，沪铝价格-0.73%至 1.90 万元/吨。LME 铝+国内铝社会库存增加 9.8 万吨至 144.23 万吨，国内铝棒库存增加 3.45 万吨至 23.55 万吨，处于电解铝行业季节性累库周期。本周国内电解铝产能暂无减产情况，但云南因枯水曲蓄水容量低再传限产传闻，预计限产规模将扩大至 35%，此前 22 年 8 月综合限产幅度为 20%左右。贵州缺电情况有所缓解，部分产能筹备复产，此前减产 40 万吨，复产产能将对云南限产形成部分对冲。在整体成本下滑背景下，行业平均吨铝利润继续提升至 1475 元。在相对较好盈利的刺激下，节后预计供需两端均迎来逐步恢复。考虑到地产竣工预期向好，需求端或自 Q2 开始迎来一轮修复，成为铝价向上催化剂。建议关注中国铝业、云铝股份等标的。

贵金属：COMEX 黄金价格-3.3%至 1865.9 美元/盎司，十年期 TIPS 上涨 0.12pct 至 1.31%。周内美联储如期放缓加息幅度至 25bp，1 月非农就业人口超预期上涨至 51.7 万人，同时上调 11、12 月数据，非制造业 PMI 数据重回荣枯线之上，超出市场预期。Fed Watch 上调 5 月加息 25bp 概率至 34.5%，短期内市场或上调加息高度预期。市场前期对放缓加息的消化叠加经济回暖，短期内贵金属价格有所承压。美债名义利率曲线倒挂无法长期维持，后续需以短端利率大幅下行完成收益率曲线转正，我们预计美联储或将在 23Q3-4 释放降息预期或者进行降息操作，而通胀端房租租金和劳动力工资下降需要时间，因此预计实际利率中枢将因此而下降，推升黄金价格。建议关注银泰黄金等标的。

钢铁：本周螺纹钢价格+0.4%至 4216 元/吨，热轧价格-1.02%至 4180 元/吨；铁矿石价格-1.23%至 846 元/吨。当前吨钢毛利依然为负，行业尚处于底部区间。供给侧压减政策持续扰动，在地产政策放松及疫后经济复苏预期下，23 年需求预期逐渐增强，钢价具有上行空间，钢企降本增效加速，吨钢盈利有望修复，需左侧跟踪供需改善迹象。

### 本周重要行业事件

1) 紫金矿业完成收购苏里南 Rosebel 金矿项目并对该项目进行技改，规划建设规模为 10Mt/a，达产年的年均产金 10.17 吨。2) 鼎胜新材全资子公司五星铝业与 LG 新能源及其在中国 3 家全资子公司签订了采购协议，2023 年-2026 年期间向公司及五星铝业采购锂电池铝箔合计 6.1 万吨左右。3) 盛屯矿业拟投资进行卡隆威矿山的建设开发，项目设计产能为阴极铜 30,028 吨/年，粗制氢氧化钴 3,556.4 吨/年，预计将在 2023 年 2 月初产出第一批铜产品。

### 风险提示

项目建设进度不及预期；需求不及预期；金属价格波动。

## 内容目录

|                        |    |
|------------------------|----|
| 一、行情综述&投资建议.....       | 4  |
| 1.1 本周投资观点&重点推荐组合..... | 4  |
| 1.2 行业与个股走势.....       | 4  |
| 1.3 金属价格&库存变化一览.....   | 5  |
| 二、各品种基本面.....          | 6  |
| 2.1 铜.....             | 6  |
| 2.2 铝.....             | 7  |
| 2.3 锌.....             | 7  |
| 2.4 铅.....             | 8  |
| 2.5 锡.....             | 9  |
| 2.6 贵金属.....           | 9  |
| 2.7 钢铁.....            | 10 |
| 三、重要公司公告.....          | 11 |
| 四、风险提示.....            | 11 |

## 图表目录

|                         |   |
|-------------------------|---|
| 图表 1： 行业涨跌幅对比.....      | 5 |
| 图表 2： 本周涨幅前十股票.....     | 5 |
| 图表 3： 本周跌幅前十股票.....     | 5 |
| 图表 4： 金属价格变化.....       | 5 |
| 图表 5： 金属库存变化.....       | 6 |
| 图表 6： 铜价走势.....         | 6 |
| 图表 7： 铜库存变化（万吨）.....    | 6 |
| 图表 8： 铜 TC 价格&硫酸价格..... | 7 |
| 图表 9： 铜期限结构（美元/吨）.....  | 7 |
| 图表 10： 铝价走势.....        | 7 |
| 图表 11： 吨铝利润（元/吨）.....   | 7 |
| 图表 12： 电解铝库存（万吨）.....   | 7 |
| 图表 13： 铝棒库存（万吨）.....    | 7 |
| 图表 14： 锌价走势.....        | 8 |
| 图表 15： 锌库存变化（万吨）.....   | 8 |

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图表 16: 锌精矿 TC.....            | 8  |
| 图表 17: 锌期限结构 (美元/吨) .....     | 8  |
| 图表 18: 铅价格走势.....             | 9  |
| 图表 19: 铅库存变化 (万吨) .....       | 9  |
| 图表 20: 铅加工费 (元/吨) .....       | 9  |
| 图表 21: 铅期限结构 (美元/吨) .....     | 9  |
| 图表 22: 锡价格走势.....             | 9  |
| 图表 23: 锡库存变化 (吨) .....        | 9  |
| 图表 24: 金价&实际利率.....           | 10 |
| 图表 25: 黄金库存.....              | 10 |
| 图表 26: 金银比.....               | 10 |
| 图表 27: 黄金 ETF 持仓.....         | 10 |
| 图表 28: 钢价及铁矿石走势 (元/吨) .....   | 10 |
| 图表 29: 吨钢成本滞后一月毛利 (元/吨) ..... | 10 |
| 图表 30: 钢铁总库存 (万吨) .....       | 11 |
| 图表 31: 铁矿石港口库存.....           | 11 |

## 一、行情综述&投资建议

### 1.1 本周投资观点&重点推荐组合

#### 工业金属

1) 铜: 本周 LME 铜价格-3.72%至 8926 美元/吨, 沪铜价格-2.29%至 6.87 万元/吨。宏观层面, 美联储议息会议落地, 加息幅度如预期放缓至 25bp, 经济软着陆预期有所增加, 对 23H2 铜需求的压制有所减弱。基本面端, 本周三大交易所+上海保税区铜库存增长 9.7 万吨至 40.64 万吨, 国内 1 月官方制造业 PMI 报 50.1, 重回荣枯线之上, 节后需求的恢复将决定年内累库高度以及价格弹性。23 年全球铜矿供给边际宽松, 但是粗炼端产能相对矿端较为短缺, 因此矿端过剩大概率无法顺利传导至电解铜供需平衡。叠加过去几年铜矿资本开支较少, 24 年矿端供应增速或将再次下滑。在库存低位和通胀预期高位支撑下, 23H2 美联储降息预期的出现, 或将引致国内外需求共振, 促使铜价引来新一轮上涨。建议关注紫金矿业、河钢资源、金诚信、铜陵有色、博威合金等标的。

2) 铝: 本周 LME 铝价格-2.34%至 2566 美元/吨, 沪铝价格-0.73%至 1.90 万元/吨。LME 铝+国内铝社会库存增加 9.8 万吨至 144.23 万吨, 国内铝棒库存增加 3.45 万吨至 23.55 万吨, 处于电解铝行业季节性累库周期。本周国内电解铝产能暂无减产情况, 但云南因枯水曲蓄水容量低再传限产传闻, 预计限产规模将扩大至 35%, 此前 22 年 8 月综合限产幅度为 20%左右。贵州缺电情况有所缓解, 部分产能筹备复产, 此前减产 40 万吨, 复产产能将对云南限产形成部分对冲。在整体成本下滑背景下, 行业平均吨铝利润继续提升至 1475 元。在相对较好盈利的刺激下, 节后预计供需两端均迎来逐步恢复。考虑到地产竣工预期向好, 需求端或自 Q2 开始迎来一轮修复, 成为铝价向上催化剂。建议关注中国铝业、云铝股份、鑫铂股份、神火股份、天山铝业、中国宏桥、鼎胜新材、明泰铝业等标的。

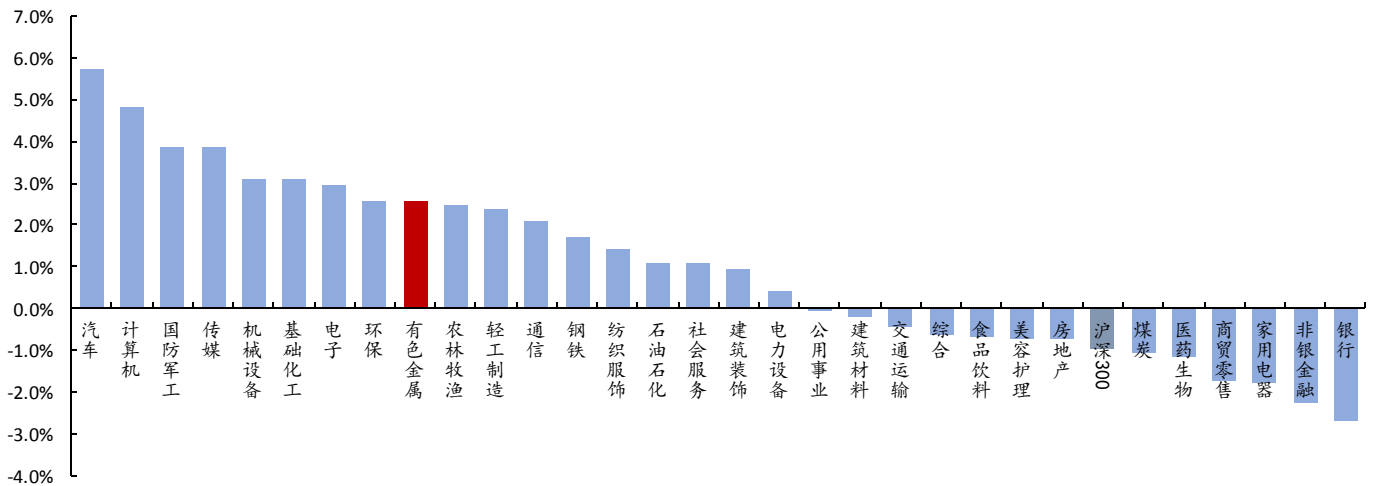
贵金属: COMEX 黄金价格-3.3%至 1865.9 美元/盎司, 十年期 TIPS 上涨 0.12pct 至 1.31%。周内美联储如期放缓加息幅度至 25bp, 1 月非农就业人口超预期上涨至 51.7 万人, 同时上调 11、12 月数据, 非制造业 PMI 数据重回荣枯线之上, 超出市场预期。Fed Watch 上调 5 月加息 25bp 概率至 34.5%, 短期内市场或上调加息高度预期。市场前期对放缓加息的消化叠加经济回暖, 短期内贵金属价格有所承压。美债名义利率曲线倒挂无法长期维持, 后续需以短端利率大幅下行完成收益率曲线转正, 我们预计美联储或将在 23Q3-4 释放降息预期或者进行降息操作, 而通胀端住房租金和劳动力工资下降需要时间, 因此预计实际利率中枢将因此而下降, 推升黄金价格。建议关注银泰黄金、山东黄金、赤峰黄金、紫金矿业、湖南黄金、华钰矿业、盛达资源等标的。

钢铁: 本周螺纹钢价格+0.4%至 4216 元/吨, 热轧价格-1.02%至 4180 元/吨; 铁矿石价格-1.23%至 846 元/吨。当前吨钢毛利依然为负, 行业尚处于底部区间。供给侧压减政策持续扰动, 在地产政策放松及疫后经济复苏预期下, 23 年需求预期逐渐增强, 钢价具有上行空间, 钢企降本增效加速, 吨钢盈利有望修复, 需左侧跟踪供需改善迹象。建议关注河钢资源、太钢不锈、中信特钢等标的。

### 1.2 行业与个股走势

本周 (1.30~2.3) 内 A 股下跌, 沪深 300 指数收跌 1.0%, 有色金属跑赢大盘, 收涨 2.6%。个股层面, 东方锆业、翔鹭钨业、金钼股份涨幅领先; ST 荣华、博威合金、云南铜业跌幅靠前。

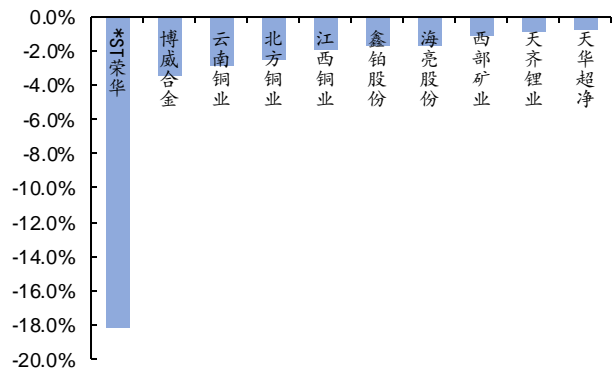
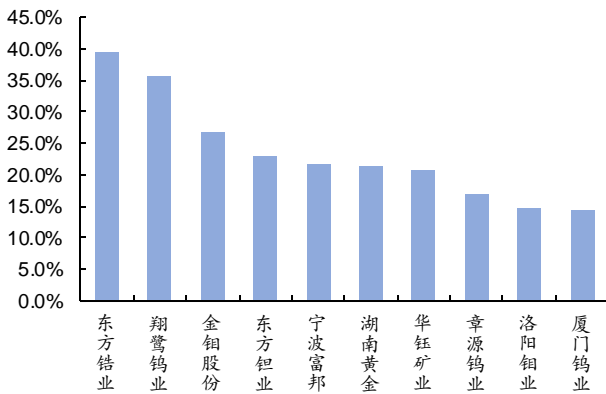
图表1: 行业涨跌幅对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表2: 本周涨幅前十股票

图表3: 本周跌幅前十股票



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

### 1.3 金属价格&库存变化一览

图表4: 金属价格变化

| 品种 | 交易所  | 单位   | 2023/2/3 | 涨跌幅    |        |        |         |
|----|------|------|----------|--------|--------|--------|---------|
|    |      |      |          | 7天     | 30天    | 90天    | 360天    |
| 铜  | LME  | 美元/吨 | 8926     | -3.72% | 8.17%  | 9.74%  | -9.11%  |
|    | SHFE | 元/吨  | 68700    | -2.29% | 6.03%  | 7.49%  | -2.69%  |
| 铝  | LME  | 美元/吨 | 2566     | -2.34% | 13.19% | 9.19%  | -19.51% |
|    | SHFE | 元/吨  | 19035    | -0.73% | 6.10%  | 4.27%  | -15.44% |
| 锌  | LME  | 美元/吨 | 3215     | -6.76% | 7.67%  | 10.46% | -10.52% |
|    | SHFE | 元/吨  | 24165    | -2.03% | 3.80%  | 3.80%  | -4.81%  |
| 铅  | LME  | 美元/吨 | 2104     | -3.49% | -6.72% | 5.94%  | -4.78%  |
|    | SHFE | 元/吨  | 15285    | 0.46%  | -3.23% | 0.30%  | 3.17%   |
| 锡  | LME  | 美元/吨 | 28000    | -8.91% | 11.35% | 51.23% | -34.73% |
|    | SHFE | 元/吨  | 229240   | -0.77% | 9.39%  | 46.28% | -31.13% |

来源: Wind, 国金证券研究所

图表5: 金属库存变化

| 品种 | 交易所    | 单位 | 2023/2/3 | 库存变化  |       |        |        |
|----|--------|----|----------|-------|-------|--------|--------|
|    |        |    |          | 7天    | 30天   | 90天    | 360天   |
| 铜  | LME    | 万吨 | 7.00     | -0.40 | -1.86 | -1.86  | -0.99  |
|    | COMEX  | 万吨 | 2.66     | -0.35 | -0.83 | -0.99  | -5.27  |
|    | SHFE   | 万吨 | 22.65    | 8.65  | 15.72 | 16.74  | 18.62  |
| 铝  | LME    | 万吨 | 39.53    | -2.03 | -4.72 | -17.92 | -37.25 |
|    | 国内社会库存 | 万吨 | 104.70   | 30.30 | 48.60 | 46.70  | 18.10  |
| 锌  | LME    | 万吨 | 1.64     | -0.13 | -1.14 | -2.77  | -13.75 |
|    | 国内社会库存 | 万吨 | 18.18    | 6.78  | 12.38 | 12.03  | -2.27  |
| 铅  | LME    | 万吨 | 2.02     | 0.00  | -0.50 | -0.74  | -3.18  |
|    | SHFE   | 万吨 | 4.57     | -0.80 | 1.05  | 0.17   | -3.57  |
| 锡  | LME    | 万吨 | 0.32     | 0.01  | 0.02  | -0.13  | 0.08   |
|    | SHFE   | 万吨 | 0.70     | 0.02  | 0.15  | 0.48   | 0.42   |

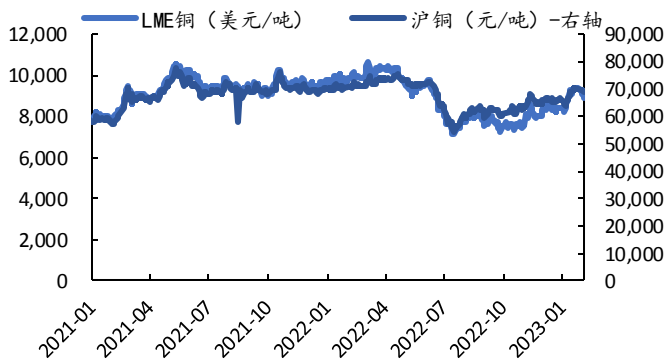
来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、各品种基本面

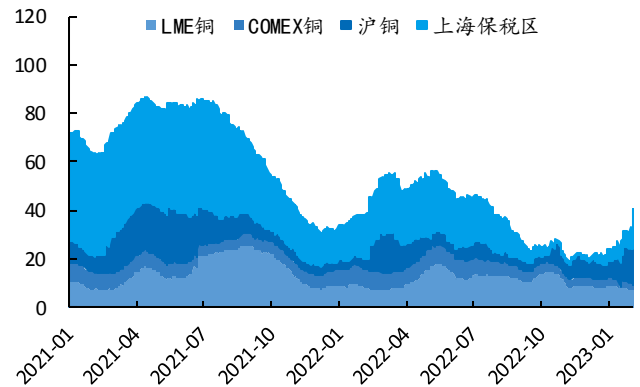
### 2.1 铜

本周 LME 铜价格-3.72%至 8926 美元/吨, 沪铜价格-2.29%至 6.87 万元/吨。三大交易所+上海保税区铜库存增长 9.7 万吨至 40.64 万吨。铜 TC 下降 1.9 美元/千吨至 80.3 美元/千吨。LME 期货 0-3 贴水扩大 8.0 美元/吨至 29.3 美元/吨, LME 期货 3-15 升水缩小 19.5 美元/吨至 15.3 美元/吨。

图表6: 铜价走势



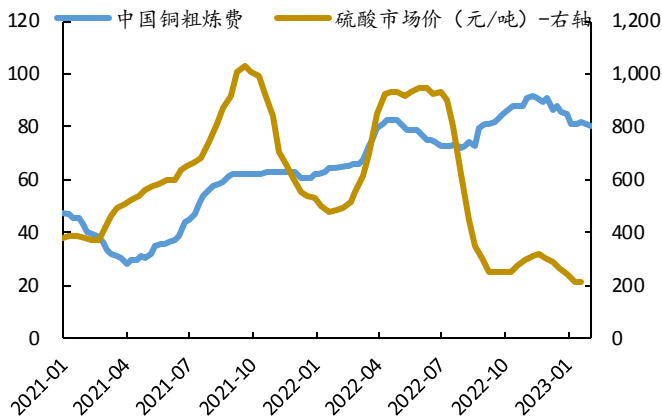
图表7: 铜库存变化 (万吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

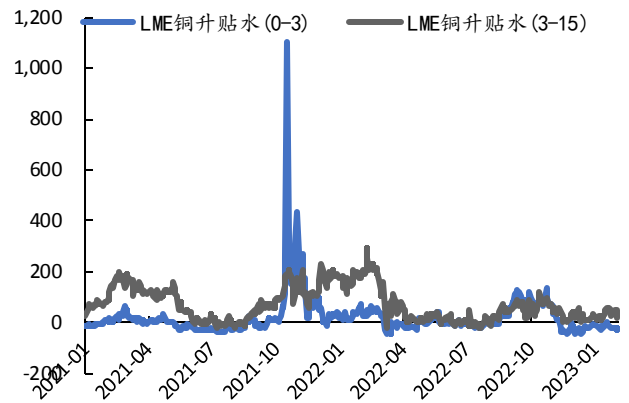
来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 铜 TC 价格&硫酸价格



来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 铜期限结构 (美元/吨)

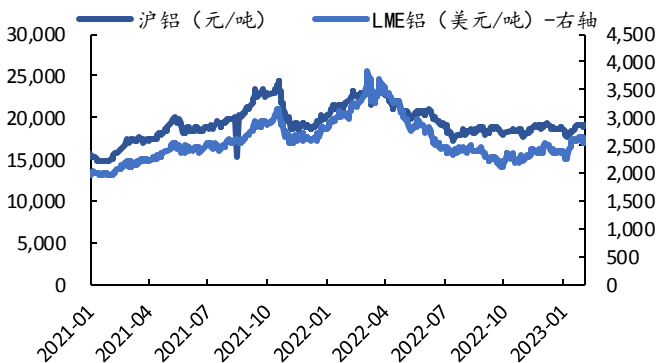


来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.2 铝

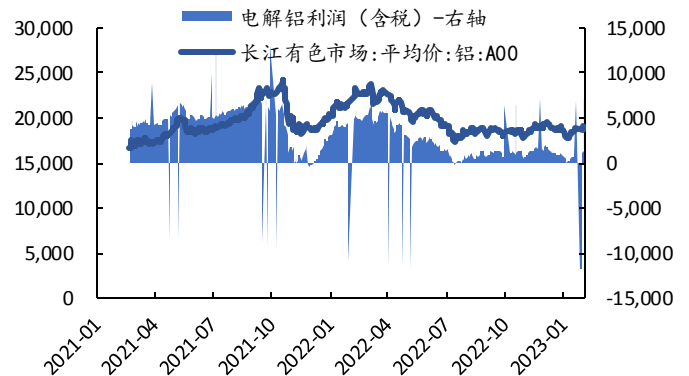
本周 LME 铝价格-2.34%至 2566 美元/吨, 沪铝价格-0.73%至 1.90 万元/吨。LME 铝+国内铝社会库存增加 9.8 万吨至 144.23 万吨, 国内铝棒库存增加 3.45 万吨至 23.55 万吨。LME 期货 0-3 贴水缩小 0.5 美元/吨至 35.0 美元/吨。LME 期货 3-15 贴水扩大 12.8 美元/吨至 118.3 美元/吨。

图表10: 铝价走势



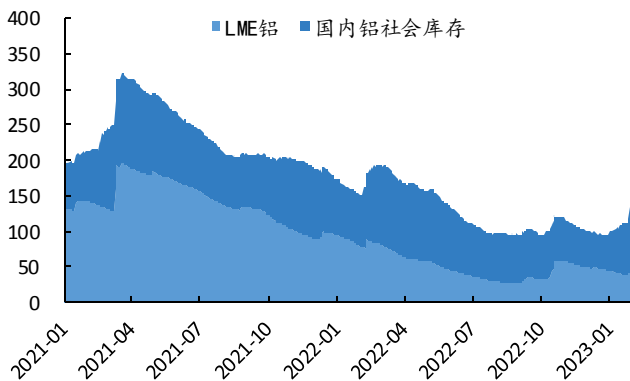
来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 吨铝利润 (元/吨)



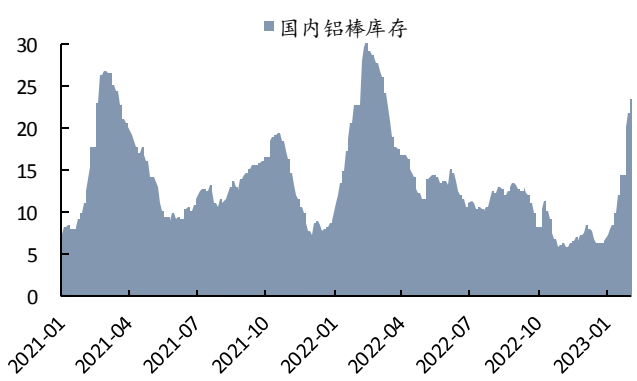
来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 电解铝库存 (万吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表13: 铝棒库存 (万吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

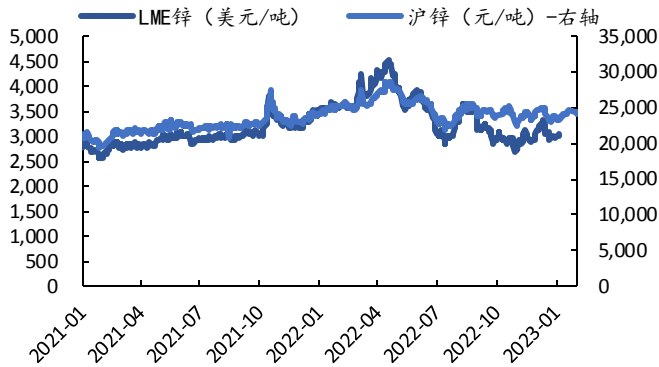
## 2.3 锌

本周 LME 锌价-6.76%至 3215 美元/吨, 沪锌价格-2.03%至 2.42 万元/吨。LME+国内锌社会

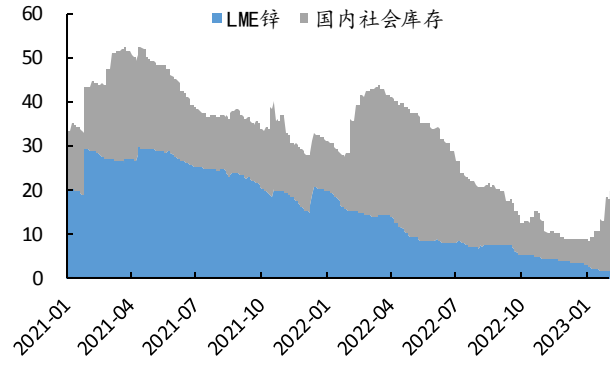


库存增加 6.65 万吨至 19.82 万吨。锌精矿进口 TC 保持在 260 美元/干吨。LME 期货 0-3 升水扩大 2.8 美元/吨至 28.0 美元/吨。LME 期货 3-15 升水扩大 1.0 美元/吨至 119.5 美元/吨。

图表14: 锌价走势



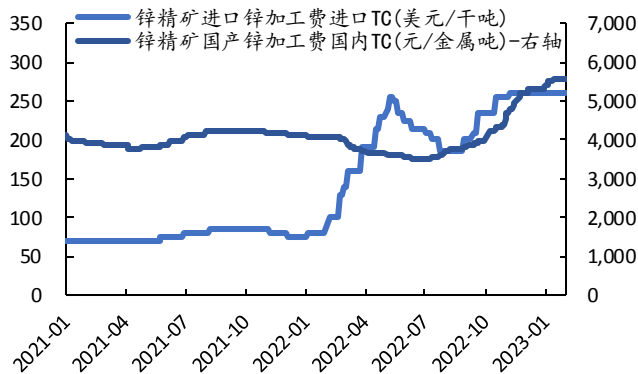
图表15: 锌库存变化 (万吨)



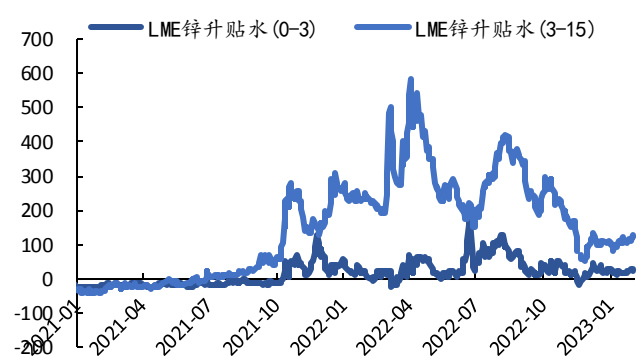
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 锌精矿 TC



图表17: 锌期限结构 (美元/吨)



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

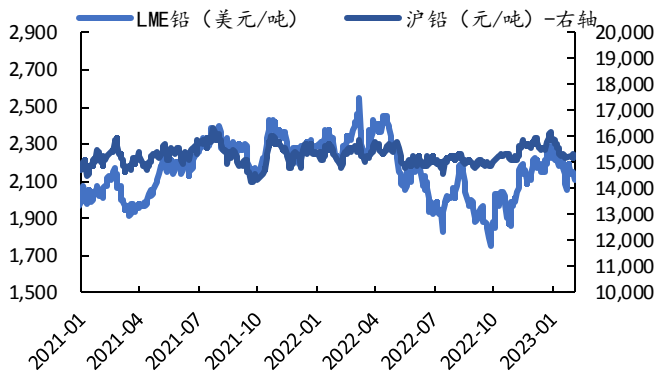
来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.4 铅

本周 LME 铅价格-3.49%至 2104 美元/吨, 沪铅价格+0.46%至 1.53 万元/吨。LME+沪铅库存下降 0.8 万吨至 6.59 万吨。济源、郴州铅加工费持平, 个旧铅加工费有所下降, 济源/郴州/个旧三地铅精矿到场加工费分别为 900/950/1350 元/吨。LME 铅期货 0-3 贴水缩小 2.0 美元/吨至 0.8 美元/吨。LME 铅期货 3-15 贴水缩小 2.8 美元/吨至 15.3 美元/吨。

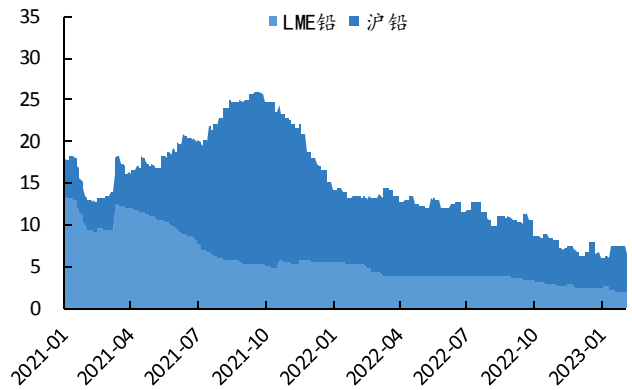


图表18: 铅价格走势



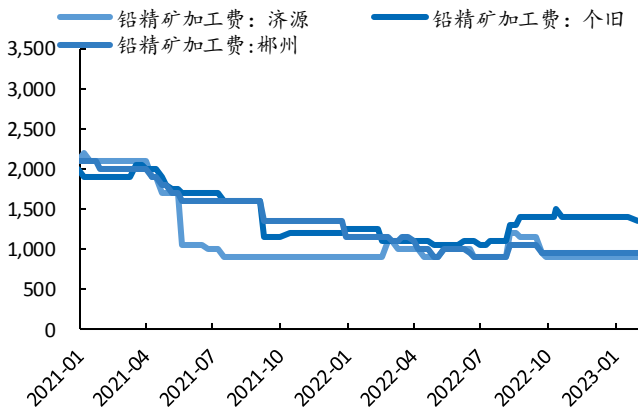
来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 铅库存变化 (万吨)



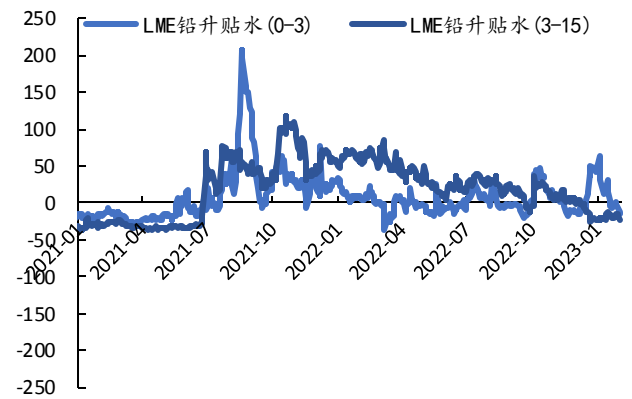
来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: 铅加工费 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 铅期限结构 (美元/吨)

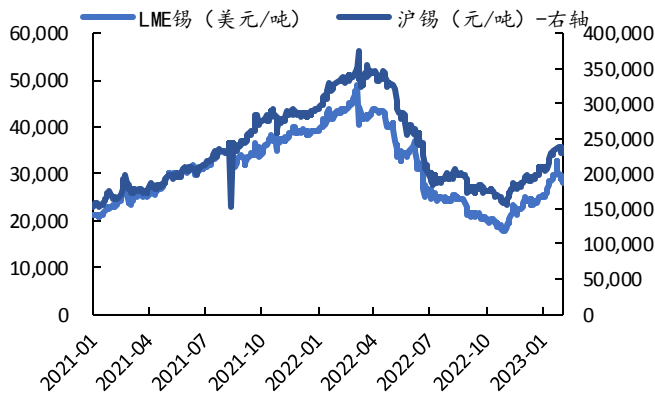


来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.5 锡

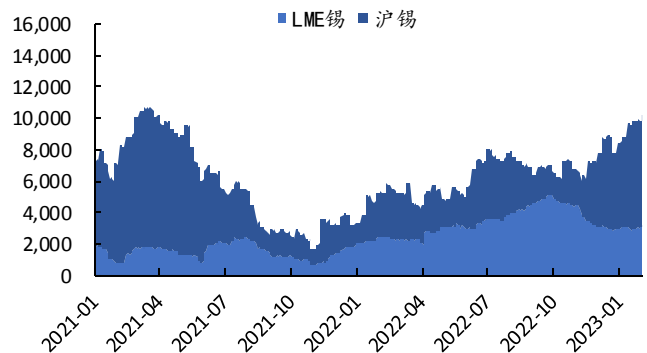
本周 LME 锡价格-8.91%至 28000 美元/吨, 沪锡价格-0.77%至 22.92 万元/吨。LME+沪锡库存增加 0.03 万吨至 1.02 万吨。

图表22: 锡价格走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 锡库存变化 (吨)

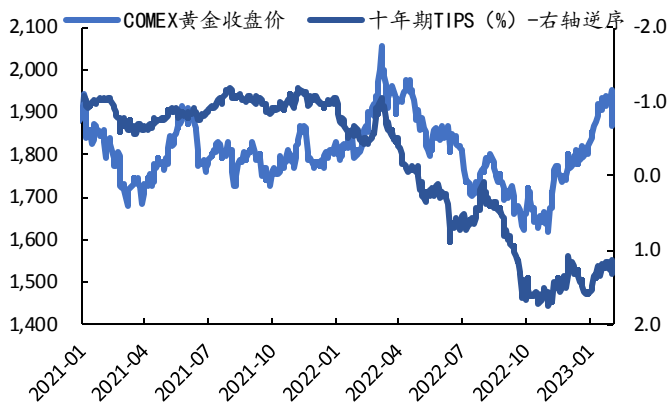


来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.6 贵金属

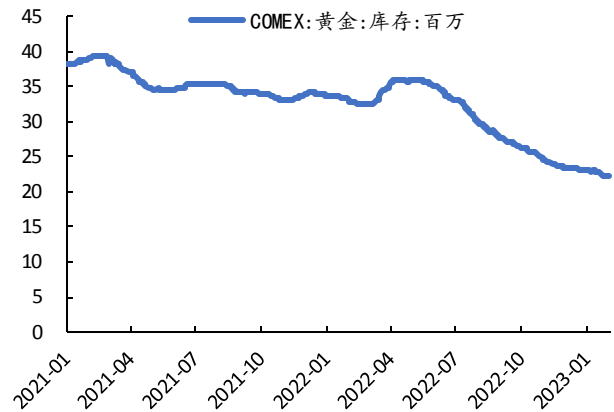
COMEX 黄金价格-3.3%至 1865.9 美元/盎司, 十年期 TIPS 上涨 0.12pct 至 1.31%。COMEX 黄金库存下降 0.1 百万金衡盎司至 22.22 百万金衡盎司; 金银比上涨至 83.43; 黄金 ETF 持仓增加 2.47 吨至 1373.38 吨。

图表24: 金价&实际利率



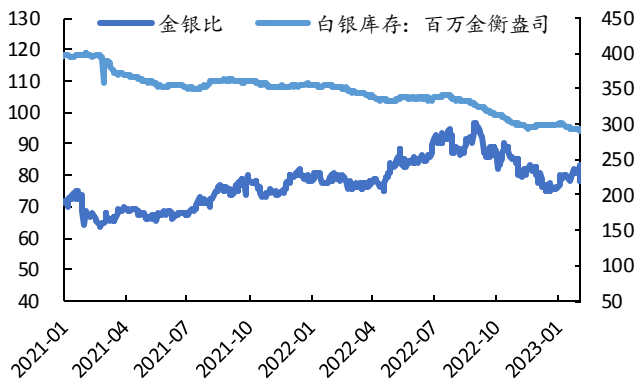
来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 黄金库存



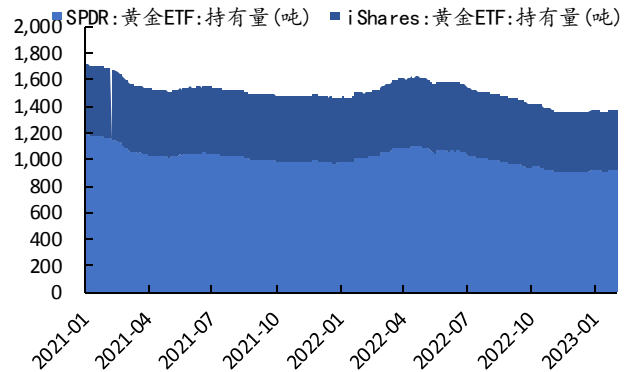
来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 金银比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 黄金ETF持仓

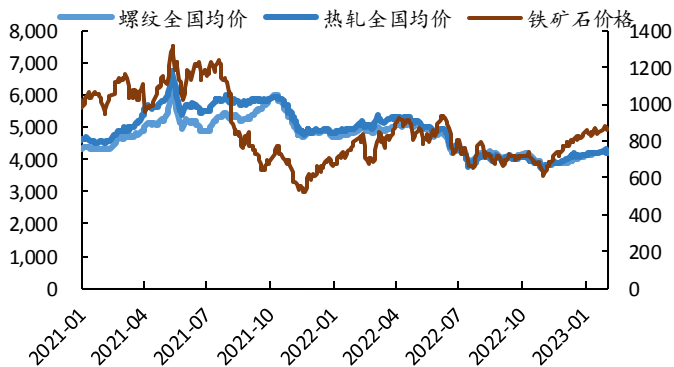


来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.7 钢铁

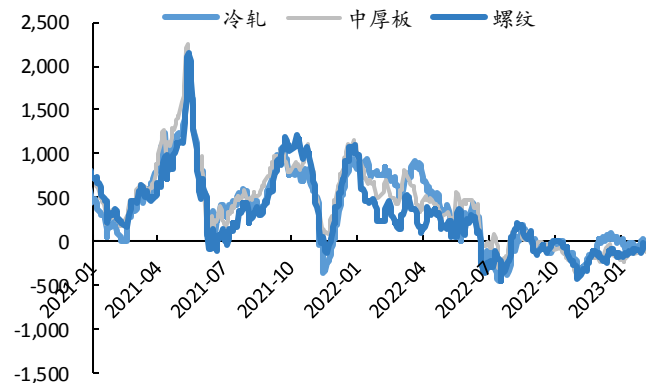
本周螺纹钢价格+0.4%至4216元/吨, 热轧价格-1.02%至4180元/吨; 铁矿石价格-1.23%至846元/吨。冷轧/中厚板/螺纹钢吨钢毛利分别为-376/-109/-96元/吨。钢铁社会库存增加201.7万吨至1542.5万吨, 铁矿石港口库存增加185万吨至13911万吨。

图表28: 钢价及铁矿石走势(元/吨)



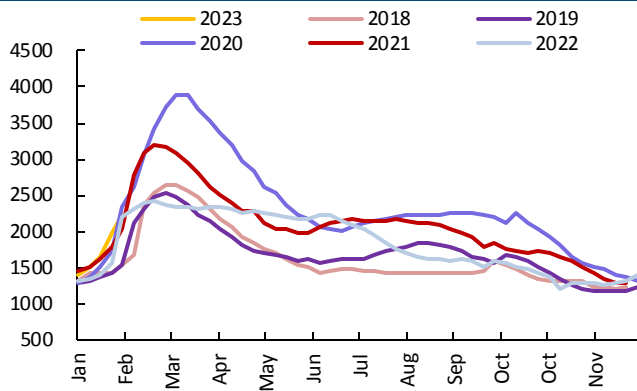
来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 吨钢成本滞后一月毛利(元/吨)

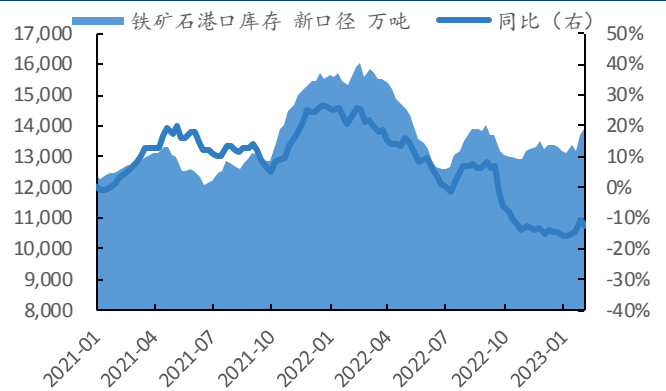


来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 钢铁总库存 (万吨)



图表31: 铁矿石港口库存



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

### 三、重要公司公告

云南铜业: 公司披露 2022 年业绩预增公告, 预计 2022 年公司归母净利润 155,000~185,000 万元, 同比增长 139%~185%。

山东黄金: 公司披露 2022 年业绩预盈公告, 预计 2022 年公司归母净利润 10~13 亿元, 与上年同期相比将实现扭亏为盈。

紫金矿业: 1) 公司披露 2022 年业绩预增公告, 预计 2022 年公司归母净利润约 200 亿元, 同比增长约 27.61%。2) 公司 2 月 1 日完成收购苏里南 Rosebel 金矿项目, Rosebel 金矿为在产露天矿山, 项目交割后继续维持生产, 2023 年 2-12 月计划产金 6.1 吨。公司下属紫金(厦门)工程设计有限公司对该项目进行技改, 规划建设规模为 10Mt/a, 露天开采服务年限为 10 年, 总投资预计 5.7 亿美元, 达产年的年均产金 10.17 吨。

鼎胜新材: 1) 公司披露 2022 年业绩预增公告, 预计 2022 年公司归母净利润 135,000~145,000 万元, 同比增长 213.92%~237.17%。2) 公司全资子公司五星铝业与 LG 新能源及其在中国 3 家全资子公司签订了采购协议, 2023 年-2026 年期间, LG 新能源及其中国 3 家全资子公司向公司及五星铝业采购锂电池铝箔, 总供应量合计为 6.1 万吨左右。

盛屯矿业: 公司拟投资进行卡隆威矿山的建设开发, 卡隆威矿山设计产能为阴极铜 30,028 吨/年, 粗制氢氧化钴 3,556.4 吨/年。截至 2 月 31 日, 公司卡隆威采冶一体化项目已基本竣工, 进入投料试产阶段, 预计将在 2023 年 2 月初产出第一批铜产品, 2023 年 2 月中旬产出第一批钴产品。

### 四、风险提示

项目建设进度不及预期。部分企业有扩产或新收购项目, 若项目进度不及预期, 将对企业盈利能力产生负面影响。

需求不及预期。工业金属下游需求取决于全球宏观经济情况, 若经济及需求不及预期, 将对企业盈利产生负面影响。

金属价格波动。在成本变化、供需错配的影响下近年来金属价格波动幅度加大, 企业盈利能力具有一定不确定性。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                        | 北京                        | 深圳                        |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 电话：021-60753903           | 电话：010-85950438           | 电话：0755-83831378          |
| 传真：021-61038200           | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558          |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005                 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204                 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号        | 邮编：518000                 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号       | 新闻大厦 8 层南侧                | 地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号     |
| 紫竹国际大厦 7 楼                |                           | 嘉里建设广场 T3-2402            |