

# 金属行业5月投资策略

## 继续看好有色上游机会

行业研究 · 行业投资策略  
投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaohong@guosen.com.cn

S0980520040005

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

联系人：马可远

makeyuan@guosen.com.cn

## ◆ 铜：铜矿现货加工费进一步跌至2美元/吨

4月国内铜价突破82000元/吨，逼近2006年5月历史前高。产业层面最突出的矛盾仍然是铜矿短缺，截止5月初现货加工费指数跌至2美元/吨左右，对铜价有向上驱动。回顾此轮铜价上涨，早在去年11月巴拿马铜矿减产，以及英美资源下调2024年铜矿产量指引时，已具备上涨条件，但是过去半年美联储降息预期一致后延，导致铜价始终没能突破震荡区间。3月上旬，黄金率先突破历史前高，3月中旬，铜借助中国冶炼厂开会倡议联合减产向上突破，4月份铜价持续上行，涨幅超过18%。但是自铜价向上突破后，行业基本面并无进一步变化，全球铜矿供应端维持常规扰动，冶炼厂减产尚不明显。需求端因为铜价突然大幅拉升而受到抑制，国内铜去库速度慢于往年同期。

如果回顾本世纪以来几轮铜价上涨，每次都是打破市场对铜价的惯性思维，打破铜价的“合理”运行区间。例如2005年铜价创历史新高时，当时大家认为3000美元/吨就是“高铜价”。与以往几轮铜价上涨趋势不同，2009年、2016年、2020年铜价都是经历过一轮暴跌后上涨，本轮铜价在8500美元/吨历史高位横盘一年多时间后向上拉升。

## ◆ 黄金：降息预期反复，金价高位盘整

**核心通胀数据再次反复。**4月末，PCE数据公布，3月PCE物价指数同比增长2.7%，预期值为2.6%，前值为2.5%；剔除波动较大的食品和能源价格后，3月核心PCE物价指数同比增长2.8%，预期值为2.7%，前值为2.8%。美国通胀具有较强的粘性。

**市场预期下半年降息。**5月2日，美联储发布5月议息决议，联邦基金目标利率保持5.25-5.50%，符合市场预期。另外，近期美国GDP及PMI数据不及预期，失业率及非农数据不及预期，市场对降息预期有所加强。目前CME预测显示，6月不变概率约为91%，降息概率约为9%；7月不变概率约为69%，降息概率约为31%；9月不变概率约为33%，降息概率约为67%。

## ◆ 锂：供需双旺格局下，锂价保持相对平稳

**4月锂价保持平稳：**4月末国产电池级碳酸锂报价11.05万元/吨，相较上月末上涨2.8%；国产电池级氢氧化锂报价10.35万元/吨，相较上月末上涨2.0%。今年1-2月锂价总体在底部平稳运行，春节后有所反弹，我们认为这一轮反弹可能更多还是来自期货市场的带动，碳酸锂主力合约2407自2月21日开始出现快速反弹，仅不到两周时间，涨幅达约30%，而本轮期货价格反弹的主要原因是来自于供给端，国内外减、停产消息持续扰动市场的情绪，尤其是在国内，江西宜春地区的环保问题有所发酵；需求端，在春节之后，下游材料企业逐步有补库的预期。今年3-4月锂价保持相对平稳，我们认为总体是呈现供需双旺格局：供给端，江西宜春地区环保问题的扰动并未对供给产生实质性影响，在锂价修复之后供给也快速放量；需求端，国内终端新能源汽车降价刺激销量，中游材料企业产量月环比实现高速增长，预计三元材料产量3月环比增长约30%，4月环比增长约10%，预计磷酸铁锂产量3月环比增长超50%，4月环比增长约15%。

◆ **推荐组合：**紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色、中国铝业、中国宏桥、天山铝业、神火股份、云铝股份、赤峰黄金、铂科新材。

◆ **风险提示：**国内经济复苏不及预期；国外货币政策边际放缓幅度不及预期；全球资源端供给增加超预期。

# 工业金属及材料

## 工业金属价格创历史新高

### ◆ 铜矿现货加工费进一步跌至2美元/吨

- 4月国内铜价突破82000元/吨，逼近2006年5月历史前高。产业层面最突出的矛盾仍然是铜矿短缺，截止5月初现货加工费指数跌至2美元/吨左右，对铜价有向上驱动。回顾此轮铜价上涨，早在去年11月巴拿马铜矿减产，以及英美资源下调2024年铜矿产量指引时，已具备上涨条件，但是过去半年美联储降息预期一致后延，导致铜价始终没能突破震荡区间。3月上旬，黄金率先突破历史前高，3月中旬，铜借助中国冶炼厂开会倡议联合减产向上突破，4月份铜价持续上行，涨幅超过18%。但是自铜价向上突破后，行业基本面并无进一步变化，全球铜矿供应端维持常规扰动，冶炼厂减产尚不明显。需求端因为铜价突然大幅拉升而受到抑制，国内铜去库速度慢于往年同期。
- 如果回顾本世纪以来几轮铜价上涨，每次都是打破市场对铜价的惯性思维，打破铜价的“合理”运行区间。例如2005年铜价创历史新高时，当时大家认为3000美元/吨就是“高铜价”。与以往几轮铜价上涨趋势不同，2009年、2016年、2020年铜价都是经历过一轮暴跌后上涨，本轮铜价在8500美元/吨历史高位横盘一年多时间后向上拉升。

### ◆ 布局有色金属价格上涨的机会

- 虽然降息预期延后，但降息方向明确；工业金属需求存在周期波动，但供给端扰动不断，供给增速不高，价格中枢提升。相关标的，铜：洛阳钼业、铜陵有色、紫金矿业；铝：中国铝业、中国宏桥、天山铝业、神火股份、云铝股份。

## ◆铜价创新高

- 4月国内铜价突破82000元/吨，逼近2006年5月历史前高。产业层面最突出的矛盾仍然是铜矿短缺，截止5月初现货加工费指数跌至2美元/吨左右，对铜价有向上驱动。回顾此轮铜价上涨，早在去年11月巴拿马铜矿减产，以及英美资源下调2024年铜矿产量指引时，已具备上涨条件，但是过去半年美联储降息预期一致后延，导致铜价始终没能突破震荡区间。3月上旬，黄金率先突破历史前高，3月中旬，铜借助中国冶炼厂开会倡议联合减产向上突破，4月份铜价持续上行，涨幅超过18%。但是自铜价向上突破后，行业基本面并无进一步变化，全球铜矿供应端维持常规扰动，冶炼厂减产尚不明显。需求端因为铜价突然大幅拉升而受到抑制，国内铜去库速度慢于往年同期。
- 如果回顾本世纪以来几轮铜价上涨，每次都是打破市场对铜价的惯性思维，打破铜价的“合理”运行区间。例如2005年铜价创历史新高时，当时大家认为3000美元/吨就是“高铜价”。
- 与以往几轮铜价上涨趋势不同，2009年、2016年、2020年铜价都是经历过一轮暴跌后上涨，本轮铜价在8500美元/吨历史高位横盘一年多时间后向上拉升。

## ◆铝、锌价格向上突破

- 铝、锌跟随铜价上涨，国内铝价在4月份向上突破20000元/吨。LME锌价也突破了一年以来的区间震荡走势。

图：4月伦敦铜价突破1万美元



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：铝价窄幅震荡（元/吨）



资料来源：SHFE，国信证券经济研究所整理

图：LME锌价超跌反弹（美元/吨）



资料来源：LME，国信证券经济研究所整理

# 铜：铜矿现货加工费趋近于零

## ◆铜矿现货加工费低至2美元/吨，据此测算冶炼厂普遍严重亏损

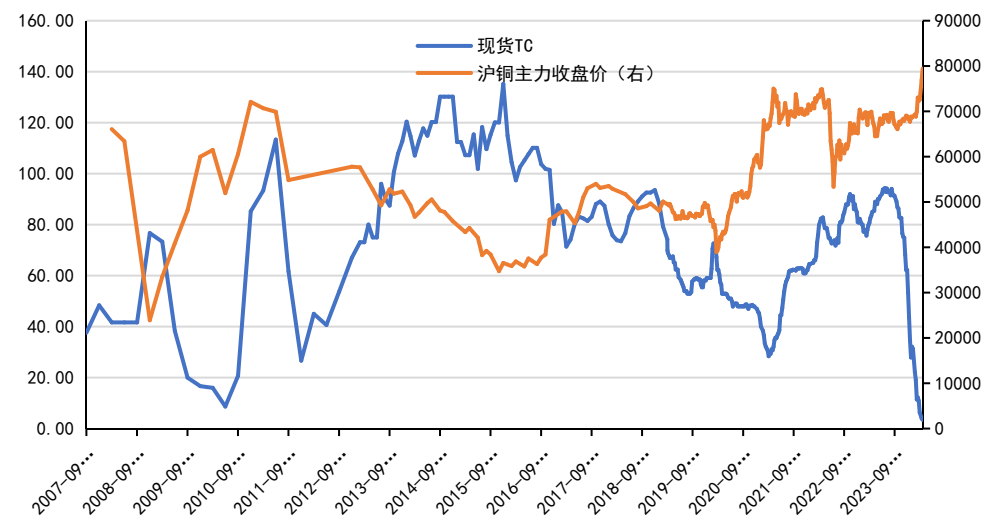
- 铜精矿加工费处于历史最低位附近，这是当前铜市场最显著的特征。截至5月初，上海有色网报的铜精矿现货加工费已经低至2.07美元/吨。个别现货成交出现负加工费，但参照意义有限。
- 冶炼厂亏损。**在当前加工费水平下，我们简单换算人民币加工费收入， $2\text{美元} \times (1/25\% + 0.1 \times 22.04) \times \text{汇率} = 90\text{元/吨铜}$ 。虽然当前铜精矿短缺，但如此低的现货加工费已经过度反应短缺程度了。冶炼厂普遍的冶炼成本在1500-2500元/吨。现在硫酸价格低迷，副产品收益不好，按照现货加工费估算，冶炼厂全部处于亏损状态。但一般冶炼厂长单比例比较高，如国内产能排名前两位的铜冶炼厂，长单比例分别超过90%和75%，长单加工费还是80美元/吨的水平，现货TC大跌对冶炼利润短期影响有限。

图：山东某铜冶炼厂冶炼盈亏（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：铜精矿加工费对铜价的指向意义



资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

# 铜：产量同比增长

## ◆国内阴极铜产量维持高位

- 3月中国阴极铜产量99.95万吨，同比增幅5.1%，环比增长5.2%。1-3月国内阴极铜产量累计291.96万吨，同比增长7.6%。铜价大涨导致精废价差扩大，截至4月底，国内铜精废价差超过4000元/吨，历史均衡价差在1500元/吨左右。这种情况下，冶炼厂加大了粗铜和阳极铜的采购力度，有效弥补了铜矿的供应短缺。

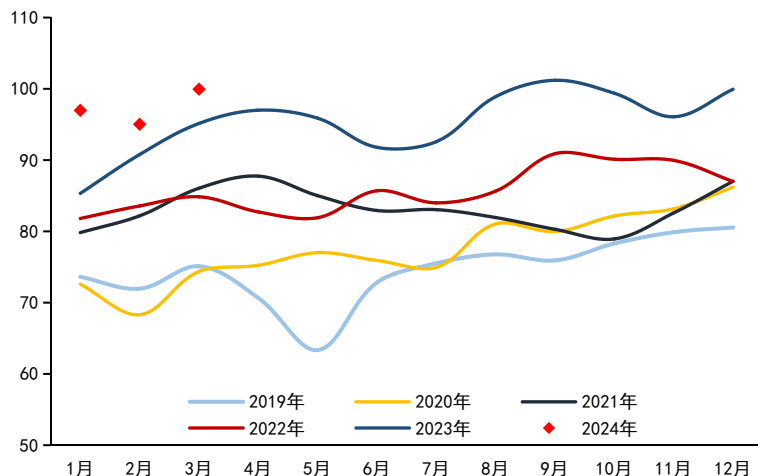
## ◆2月全球铜精矿产量178万吨

- 2月全球铜精矿产量177.9万吨，同比增长8.1%，2024年1-2月全球铜精矿累计产量362.4万吨，同比增1.4%。

## ◆2月全球精炼铜产量183万吨

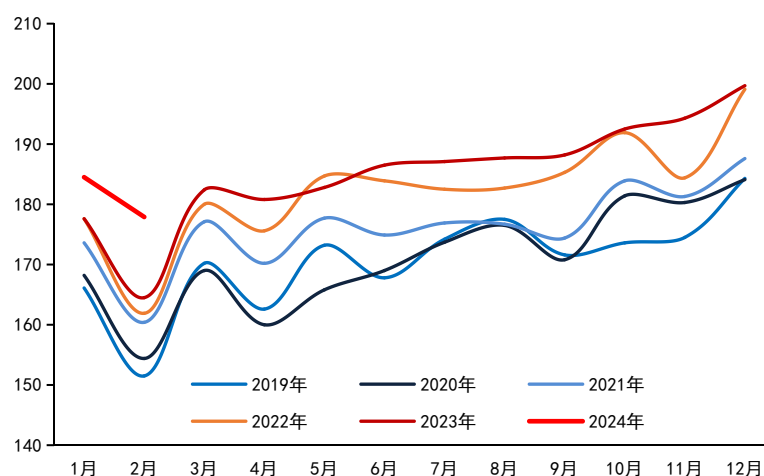
- 2月全球精炼铜产量182.5万吨，同比增4.2%，2024年1-2月全球精炼铜累计产量378.5万吨，同比增3.9%。

图：中国精炼铜月度产量（万吨）



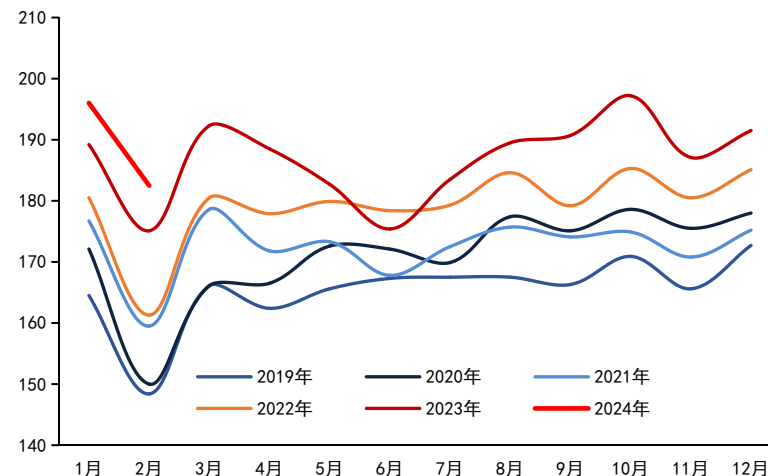
资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图：全球铜精矿月度产量（万吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：全球精炼铜月度产量（万吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

# 电解铝：铝价上涨带动冶炼利润大幅增加

## ◆ 冶炼利润攀升

- 根据百川资讯消息，山东某铝厂5月预焙阳极采购基准价较4月上涨60元，现货价3938元/吨，承兑3959元/吨。
- 动力煤价格方面，截至4月底秦皇岛港5500K动力煤价格827元/吨，比4月初略微反弹十几元。随着铝价大涨，而煤价、预焙阳极价格变动不大，电解铝冶炼利润快速增加。但是氧化铝价格上涨挤占了部分冶炼利润。对于氧化铝自给率高的企业，如中国铝业、中国宏桥、天山铝业、南山铝业，可以充分享受铝价上涨带来的收益。

## ◆ 氧化铝价格冲高

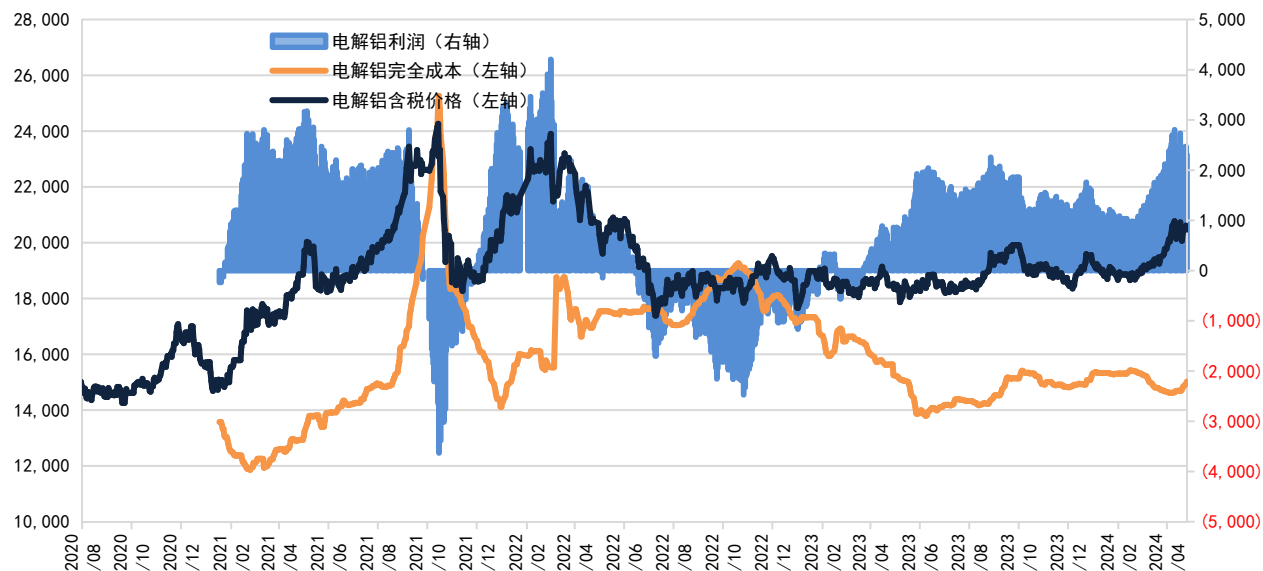
- 氧化铝价格在3月经历短暂回调后，4月份继续冲高，截至4月末山西的三网均价已经涨到3440元/吨附近，并出现了较为极端的现货成交价。氧化铝市场结构决定了价格波动幅度较大：国内氧化铝长单比例超过80%，长单定价采用现货指数价，也就是占比不到20%的现货成交决定了80%的长单定价。近几年氧化铝价格稳定，一些铝厂原料库存较低。遇到今年国产矿短缺造成氧化铝减产时，短缺矛盾会被放大化。一些产能受影响的氧化铝厂为了维系长单客户，不得不高价采购现货履约长单。

图：山西氧化铝价格走势（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：山东地区铝冶炼厂利润（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

# 锌：锌精矿加工费跌至历史低位

## ◆ 2024年2月年全球锌精矿产量同比增长2.4%

- 根据国际铅锌研究小组数据，2全球锌精矿产量92.2万吨，同比增长2.4，1-2月份全球锌精矿产量189.1万吨，同比增长0.8%。

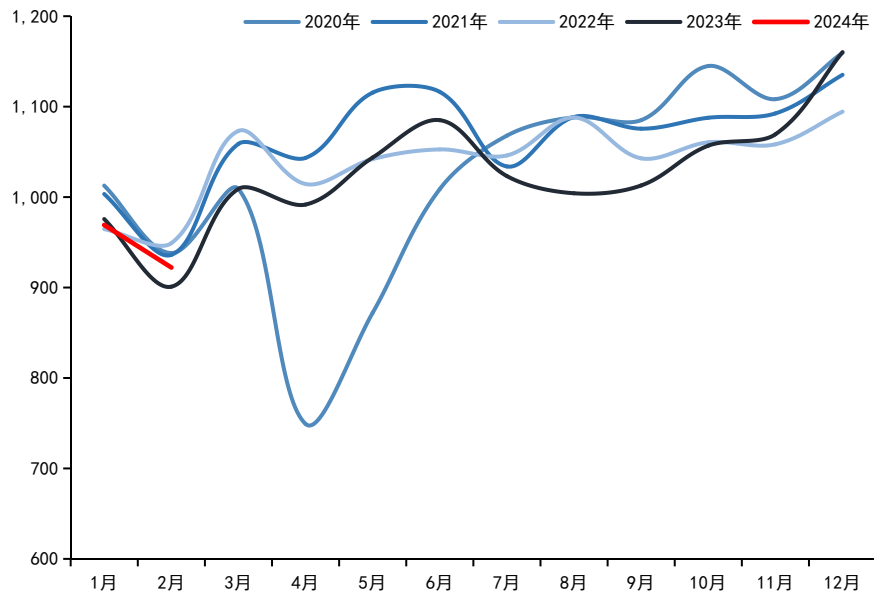
## ◆ 2024年2月全球精炼锌产量同比增加0.4%

- 根据国际铅锌研究小组数据，2月全球精炼锌产量107.2万吨，同比增加0.4%，1-2月份全球精炼锌产量223.5万吨，同比增加2.6%。

## ◆ 国产锌精矿加工费跌至3100元/吨

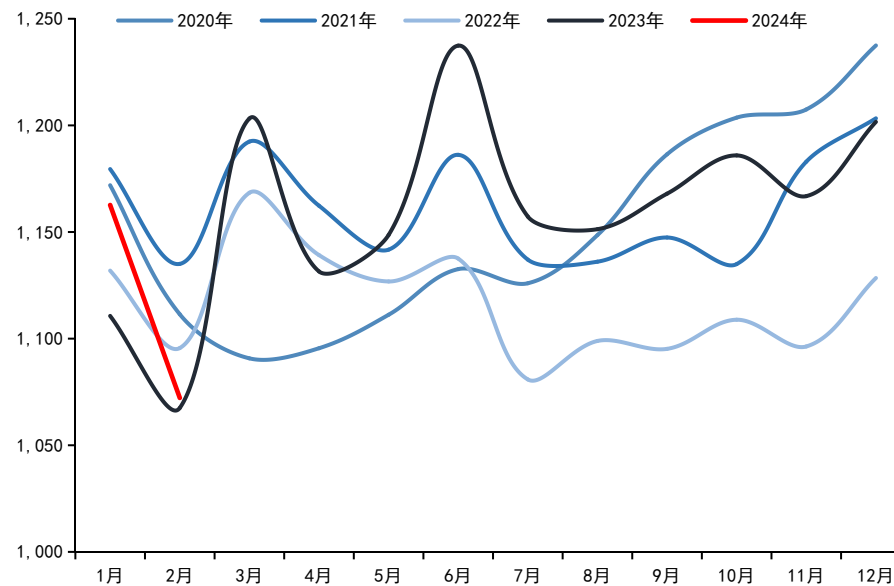
- 与铜类似，由于锌精矿产量收缩，而去年的冶炼产量高增长，锌精矿的加工费自去年2月份以来持续阴跌。截至2024年5月初，SMM报的国产锌精矿现货加工费跌至3100元/吨，进口锌精矿加工费30美元/吨，处于历史低位。即使考虑锌价二八分成，锌冶炼厂利润也并不丰厚。

图：全球锌精矿月度产量（千吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：全球精炼月度产量（千吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

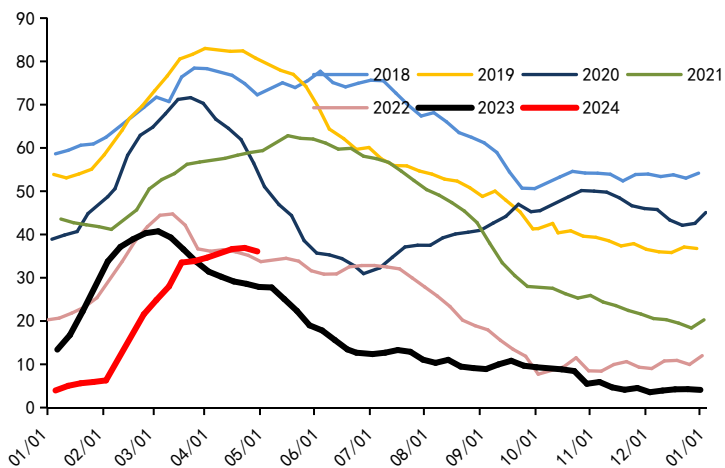


# 工业金属：库存走势分化

## ◆ 库存走势分化

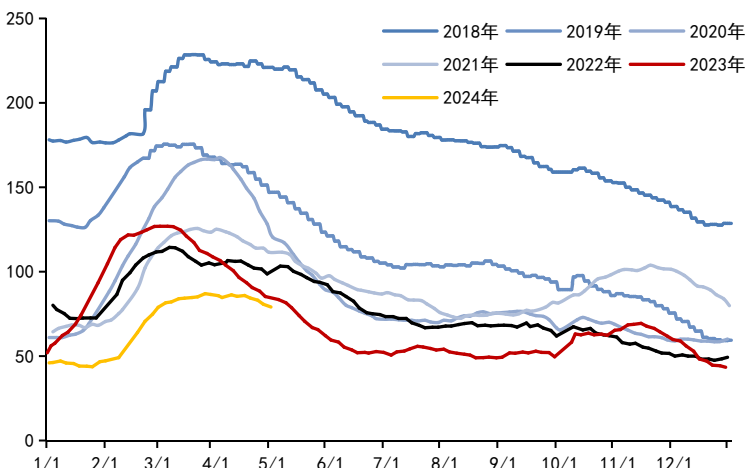
- 3月中旬以来工业金属价格大幅上涨，抑制了部分下游需求。国内铜在春节后累库时间比以往都要久，直到五一假期前才有小幅去库；铝的库存绝对水平低于往年，但去库速度偏慢，往年旺季时铝锭周均去库5万吨以上，目前在3万吨左右。

图：国内铜库存（万吨）



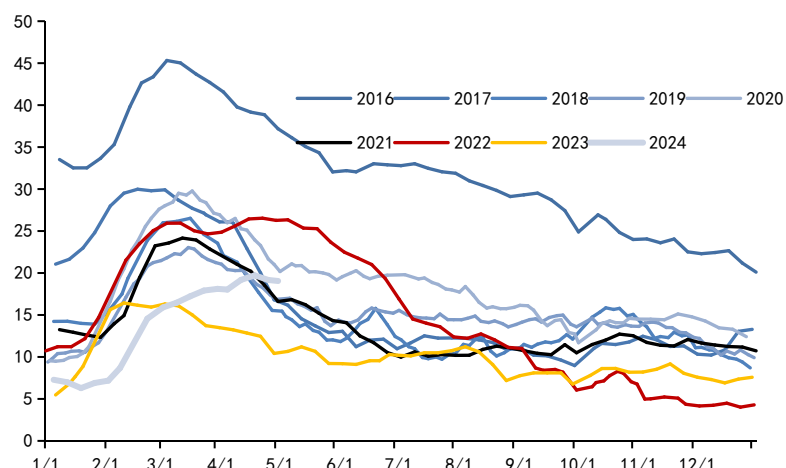
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：国内铝锭库存季节图（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：国内锌锭库存（万吨）

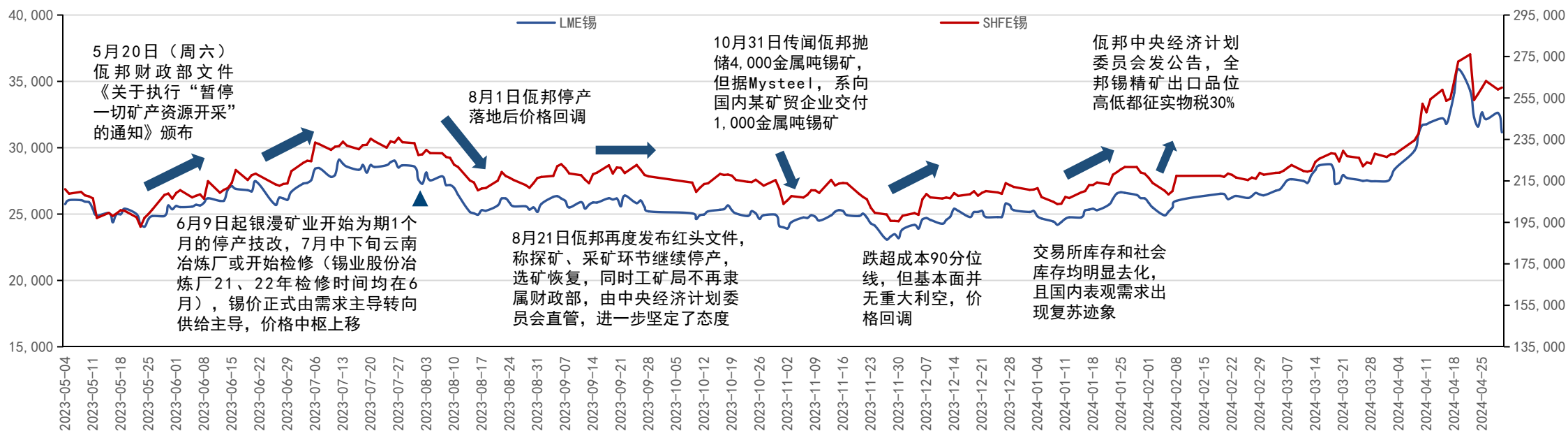


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 锡：4月沪锡价格上涨15%

4月沪锡价格由22.65万元/吨涨至26.00万元/吨，达到2023年以来最高水平。4月末SHFE锡报价较月初上涨近15%，且一度触及28.67万元/吨，达到了2023年以来的最高水平。近期从基本面的角度来看，并无明显的事件催化，锡价波动一方面是跟随铜价上涨，另外从高频数据来看，国内的表现需求有所恢复，加之矿端短缺、开采成本上升、海外隐性库存低等因素，推动价格上涨。

图：近一年以来锡价走势复盘（2023.5.4-2024.4.30）



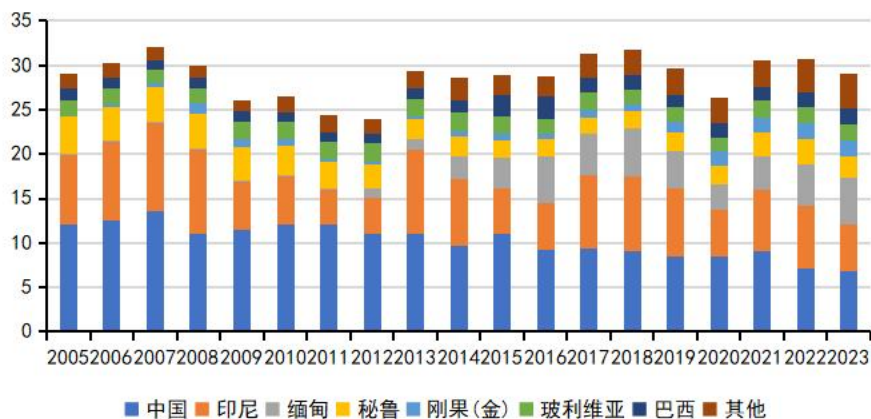
资料来源：Wind，ITA，国信证券经济研究所整理

# 锡：新项目主要集中在非洲和澳洲，供给具有刚性

全球锡矿新增项目有限。全球锡矿资源大型和特大型矿床数量相对较少，中、小型锡矿床数量偏多，且开采方式以地下开采为主。另外相较其他矿种，全球锡矿资源勘查投入不足，新发现锡矿床较少，新增储量远远赶不上锡矿资源消耗量，因此全球锡矿储量呈现逐渐下降趋势。

2023年全球锡矿供给明显下滑。中国是全球最大的锡资源储量国和产量国，锡矿资源以原生矿、大中型矿为主，但由于矿山开采年限久，近年来存在品位下降的问题，21-23年矿产量为9.0/7.1/6.8万吨。东南亚地区印尼、缅甸和马来西亚等地区为全球最重要锡矿带之一，以锡矿砂、中小型矿为主，其中印尼因雨季、采矿配额延迟发放、出口许可证更新等原因，产量下滑较为严重，23年产量5.2万吨，同比-25%。非洲地区（刚果金、纳米比亚等）改变传统的手工和小规模生产方式，提高机械化，锡矿产量有所增加，23年增幅不大，23年随着Mpama南部矿的投产，或有0.3-0.4万吨增量。澳洲地区虽然目前锡矿产量较低，但锡资源成矿条件好，未来有较大的扩产潜力。USGS数据显示，过去几年全球锡精矿供给稳定在30万吨上下的水平，21-23年分别为30.5/30.7/29.0万吨，23年同比下滑6%。

图：全球锡矿产量（单位：万吨）



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

表：2024年海外主要新增锡矿项目（单位：金属吨）

地区	项目名称	所属矿企	2024年增量E	投产时间
刚果（金）	Mpama南部	Alphamin	3000	2022年初开始建设，2024年试产
澳洲	Taronga	AusTinMining/ First Tin Limited	1000	2023年底完成可研，2024年试产
澳洲	renison	Metals X	1000	已达产，可能继续增产1000吨
巴西	Massangana	Auxico resources	1000	2023年二季度投产
秘鲁	Nazareth	Minsur	1000	最快2024年试运营
西班牙	Oropesa	Elementos	1000	2023年初完成钻探活动，2025年达产
刚果（金）	Manono	AVZ Minerals Limited	500	2020年完成可研，2023年开始生产
英国	Hemerdon+Drakelands	Tungsten West	500	2023年下半年复产

资料来源：各公司官网，ITA，国信证券经济研究所整理

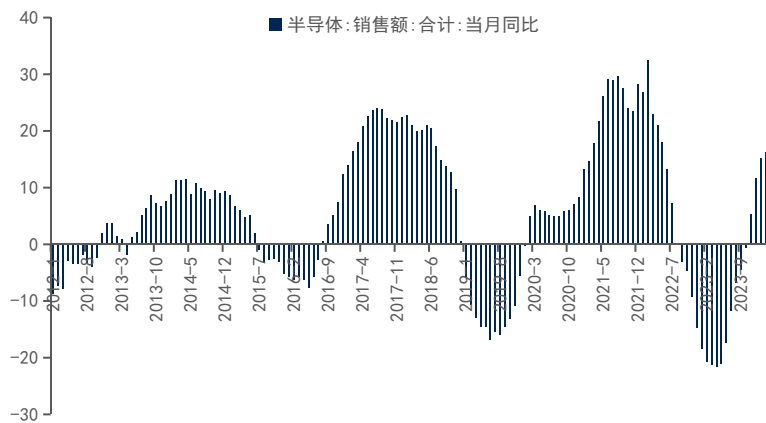
# 锡：中国自佤邦进口锡矿量仍无下滑迹象

全球半导体销售额已连续4个月同比回正。锡焊料是最主要的消费领域，在全球锡消费中的占比高达49%。鉴于电子焊料在锡消费结构中的重要地位，锡价与全球半导体销售额、费城半导体指数等指标相关性很高。2023.12-2024.2，全球半导体销售额分别为486.6/476.3/461.7亿美元，同比增速分别为11.60%/15.20%/16.30，环比增速分别为+1.42%/-2.12%/-3.07%，同比增速自2023年11月起持续为正。历史上来看费半和伦锡相关性较强，但近期锡价弹性明显不如费半，供给侧的压制消失后锡价和费半走势或将再次同步。

**中国自佤邦进口锡矿量仍无下滑迹象。**2024年2月7日，佤邦中央经济计划委员会发布“关于锡精矿出口统一收取实物税的通知”，称自当日起，全邦锡精矿出口暂停征收现金税，无论锡精矿品位高低，一律统一按30%税率收取实物税。此前20%以下的精矿不征收实物税，政策修改后，我国自缅甸进口锡精矿量将会有所下降。佤邦自2023年8月开始停产，或由于在停产前储备了大量矿石库存，我国自缅甸进口锡矿量仍无明显下滑迹象，2024.1-3进口量分别为1.36/1.24/1.77万吨。

**新能源领域用锡也能够拉动锡消费。**新能源用锡主要指的是光伏用锡及新能源汽车用锡：1) 光伏，锡在光伏中的应用为焊带的表面涂层，用量为72吨/GW，预计2023年光伏用锡2.5万吨，占锡消费6%，2025年或达4.2万吨，占锡消费10%；2) 新能源汽车，较传统燃油车而言锡需求翻倍，用量约700g/辆，因此电动汽车渗透率的提升可拉动锡需求。

图：全球半导体销售额当月同比（十亿美元，截至2024.2）



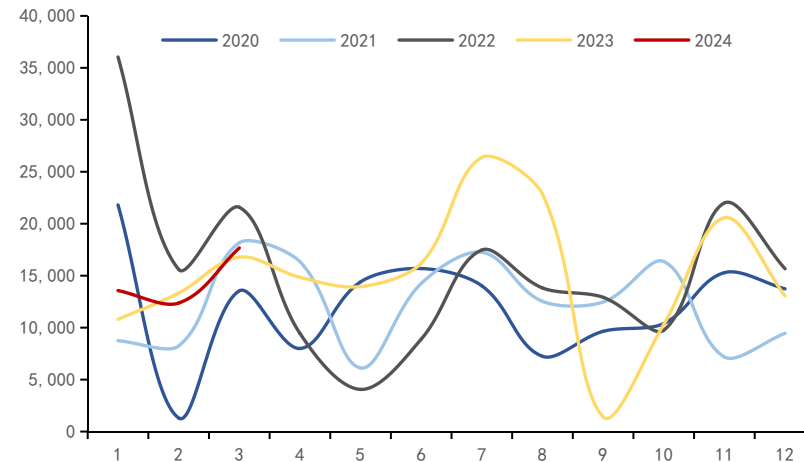
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：费城半导体指数与LME锡收盘价对比（截至2024.4.30）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国自缅甸进口锡矿砂及精矿量（吨，截至2024.3）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

# 锡：SHFE库存达到2015年以来最高值，冶炼加工费回升

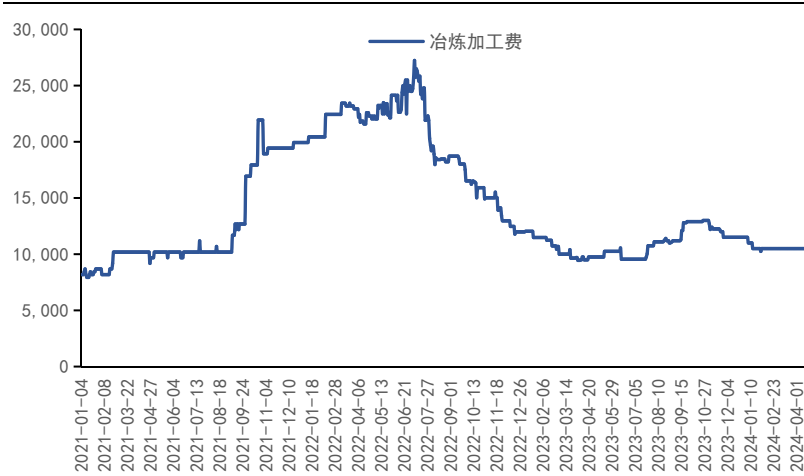
- ◆ SHFE库存仍在增加，已经达到2015年以来的最高水平。截至4月30日，SHFE锡库存为15,766吨，较4月初增加2,943吨；LME锡库存为4,805吨，较4月初增加370吨；交易所库存合计20,571吨，较4月初增加3,313吨。2023年4月开始，交易所显性库存与锡价呈现正相关的异常走势，高价+高库存成为常态，或因随着金属价格的大幅上涨，产业链中下游囤货意愿不足，隐性库存向交易所显性库存转移。
- ◆ 冶炼加工费由1.05万元/吨提升至1.2万元/吨。根据百川盈孚数据，截至4月30日，锡锭价格为26.28万元/吨，60%锡精矿价格为25.08万元/吨，冶炼加工费为12,000元/吨，自4月19日起冶炼加工费由维持了3个月的1.05万元/吨增长1500元/吨。
- ◆ SMM数据显示，2024年1-3月我国锡锭月度产量分别为1.53/1.15/1.55万吨；百川盈孚数据显示，2024年1-3月我国锡锭月度产量分别为1.46/1.18/1.53万吨，冶炼开工率分别为62.68%/50.66%/65.47%，3月开工率大幅提升。

图：沪锡+伦锡库存与锡价走势对比（截至2024.4.30）



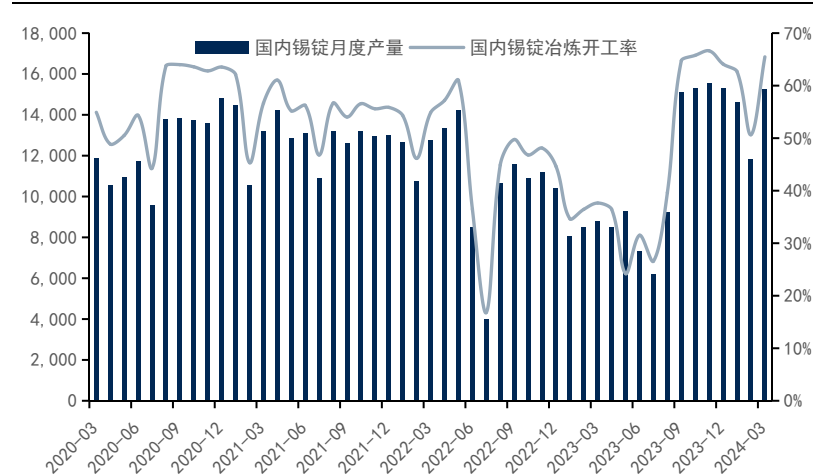
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：精矿冶炼加工费回升（元/吨，截至2024.4.30）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：国内锡锭产量及开工率（吨，截至2024.3）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

# 黄金行业分析

## 降息预期反复，金价高位盘整

### 美国经济存韧性

- ◆ 4月末，美国今年一季度不变价GDP年化环比季调增长1.6%，市场预期2.5%，从数据上来看大幅低于市场预期，但其私人部门需求依然强劲，环比折年率为3.1%。

### 核心通胀数据再次反复

- ◆ 4月末，PCE数据公布，3月PCE物价指数同比增长2.7%，预期值为2.6%，前值为2.5%；剔除波动较大的食品和能源价格后，3月核心PCE物价指数同比增长2.8%，预期值为2.7%，前值为2.8%。美国通胀具有较强的粘性。

### 市场预期下半年降息

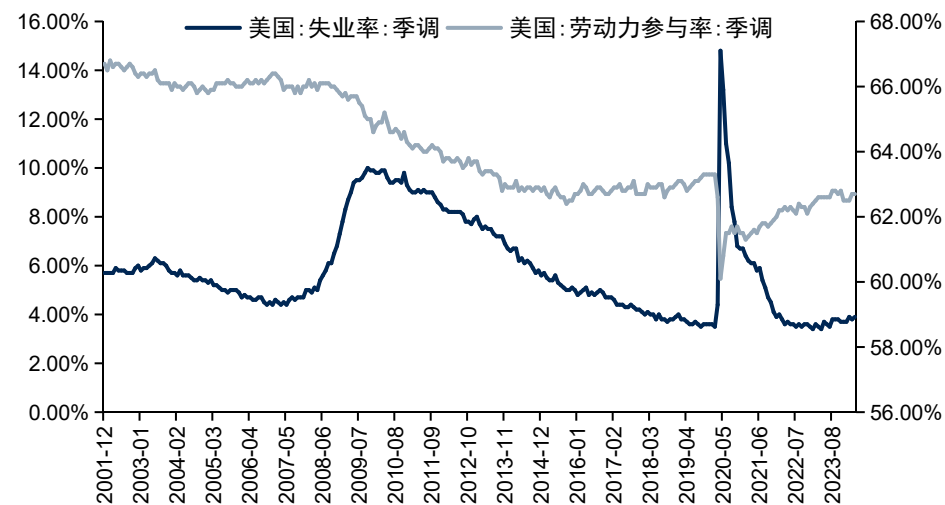
- ◆ 5月2日，美联储发布5月议息决议，联邦基金目标利率保持5.25-5.50%，符合市场预期。另外，近期美国GDP及PMI数据不及预期，失业率及非农数据不及预期，市场对降息预期有所加强。目前CME预测显示，6月不变概率约为91%，降息概率约为9%；7月不变概率约为69%，降息概率约为31%；9月不变概率约为33%，降息概率约为67%。

### 央行购金需求强劲

- ◆ 央行购金大幅提升，对金价形成中长期推力。截至2024年3月，中国人民银行已连续17个月增持黄金，3月末黄金储备7274万盎司，较上月末的7258万盎司增加16万盎司，但黄金储备占我国官方储备资产比重仍仅有4.64%。

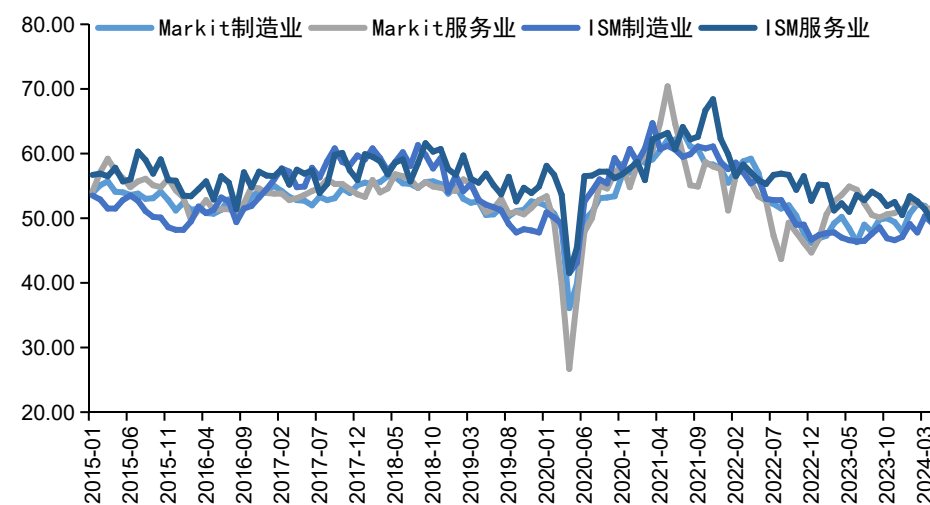
- ◆ **今年一季度GDP不及预期。**4月末，美国今年一季度不变价GDP年化环比季调增长1.6%，市场预期2.5%，从数据上来看大幅低于市场预期，但其私人部门需求依然强劲，环比折年率为3.1%。
- ◆ **4月失业率环比上升，非农数据有所降温。**美国4月失业率环比上升0.1个百分点至3.9%，高于市场预期3.8%，劳动参与率环比持平在62.7%；非农就业人口增加17.5万个就业岗位，远低于3月的31.5万个，也明显低于市场预期的24.3万个，表明劳动力市场经历年初持续增长后有所降温；员工平均时薪环比上涨0.2%至34.75美元，亦不及市场预期。总体上，美国4月就业增长放缓，但仍然相对稳健。
- ◆ **4月ISM制造业PMI低于预期。**美国4月ISM制造业指数降至49.2，不及预期的50，3月前值为50.3。分项来看：新订单指数为49.1，单月下降2.3个点；新出口订单指数为48.7，单月下降2.9个点；生产指数为51.3，单月下降3.3个点；积压订单指数为45.4，单月下降0.9个点；价格输入指数为60.9，单月上升5.1个点；就业指数为48.6，单月上升1.2个点；工厂库存指数为48.2，环比持平；客户库存指数为47.8，环比上升3.8个点。另外，美国Markit制造业PMI终值50.0，预期49.9，4月初值49.9，3月前值51.9。

图：美国失业率与劳动力参与率



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

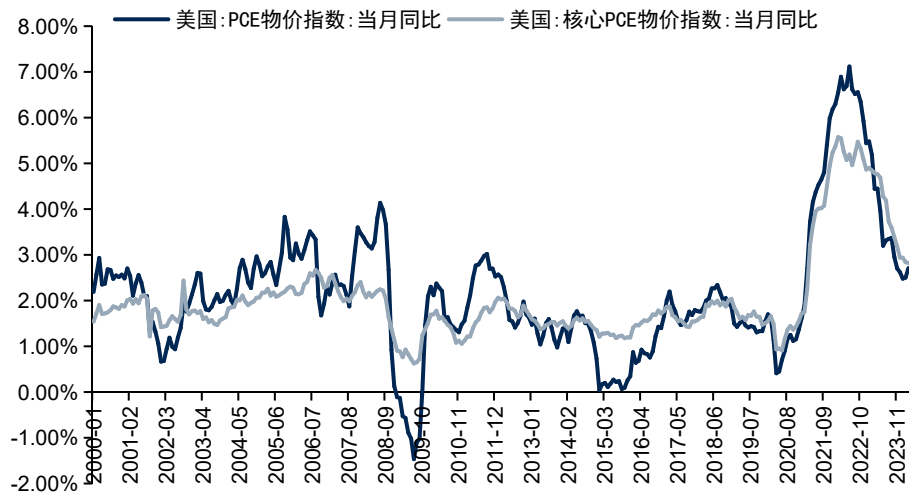
图：PMI变化



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

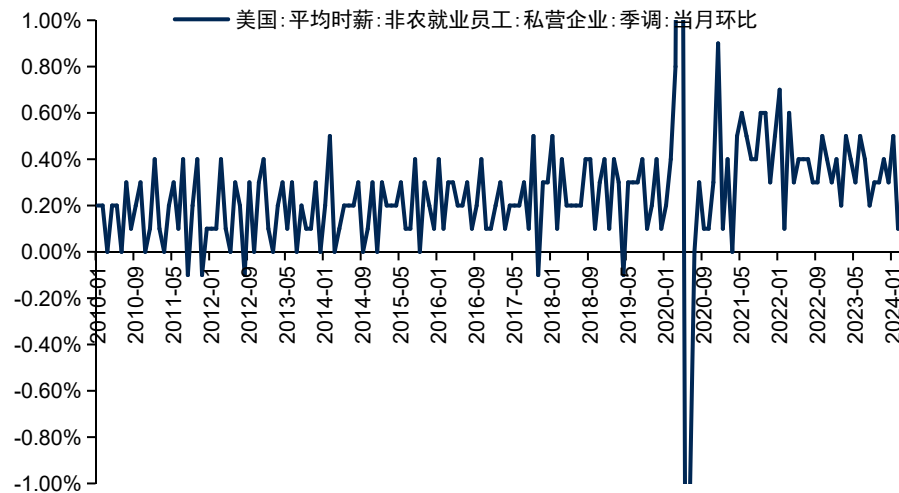
- ◆ **3月美国核心PCE同比增长2.8%，高于预期。**4月末，PCE数据公布，3月PCE物价指数同比增长2.7%，预期值为2.6%，前值为2.5%；剔除波动较大的食品和能源价格后，3月核心PCE物价指数同比增长2.8%，预期值为2.7%，前值为2.8%。美国通胀具有较强的粘性。
- ◆ **3月住房服务通胀继续放缓。**住房价格在美国核心PCE价格指数中占比达40%。3月住所CPI为5.7%，此前2023年3月高点为8.3%。对利率敏感的地产行业在去年就出现弱化，而因租赁周转缓慢等原因，租金变化滞后。2022年以来，租金要价和新租赁合同租金的增长速度有所放缓，给今年住房通胀带来下行动力。地产行业经过一轮急剧减速后房价出现复苏迹象，但难以排除是供给紧张导致。
- ◆ **4月时薪增速有所回落且低于预期。**此前劳动力供应不足导致供需偏紧，但4月时薪环比增速从0.3%降至0.2%，低于预期的0.3%，同比增速从4.1%降至3.9%，低于预期的4.0%，为2021年以来首次跌至4%以下，薪资涨幅收窄可能有利于通胀形势转好。

图：美国PCE变化



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图：美国非农就业员工平均时薪当月环比



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理



# 5月议息会议保持利率不变，市场预期下半年降息

- ◆ **5月议息会议保持利率不变。**5月2日，美联储发布5月议息决议，联邦基金目标利率保持5.25-5.50%，符合市场预期。委员会力求在长期内实现最大就业和2%的通货膨胀率。委员会认为，过去一年实现就业和通胀目标的风险已趋向更好的平衡。经济前景不明朗，委员会仍高度关注通胀风险。在考虑对联邦基金利率目标范围的任何调整时，委员会将仔细评估传入数据、不断变化的前景和风险平衡。委员会认为，在对通胀持续向2%迈进更有信心之前，不宜降低目标范围。此外，委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。
- ◆ **市场预期下半年开启降息。**美联储利率决策由数据驱动，也就决定了降息节奏受就业及通胀数据的影响。近期美国GDP及PMI数据不及预期，失业率及非农数据不及预期，市场对降息预期有所加强。目前CME预测显示，6月不变概率约为91%，降息概率约为9%；7月不变概率约为69%，降息概率约为31%；9月不变概率约为33%，降息概率约为67%。

图：黄金价格走势



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图：CME利率预测（5月7日）

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	91.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	29.2%	68.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	16.2%	49.7%	32.9%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.8%	28.8%	43.4%	20.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.2%	3.9%	18.7%	36.7%	31.0%	9.4%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.8%	10.4%	26.7%	34.2%	21.5%	5.3%
2025/3/19	0.1%	1.0%	6.5%	19.2%	30.7%	27.4%	12.8%	2.4%
2025/4/30	0.4%	3.1%	11.3%	23.6%	29.4%	21.8%	8.8%	1.5%

资料来源：CME Group，国信证券经济研究所整理

- ◆ 黄金储备是一国货币当局持有的，用以平衡国际收支，维持或影响汇率水平，作为金融资产持有的黄金，流动性极佳，在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面有着特殊作用。近年来，风险事件多发，为应对逆全球化发展趋势、日趋复杂的地缘政治局势等，全球央行大幅增加黄金持有量。而对于新兴经济体而言，对黄金的配置还可多元化其官方储备，降低对美元的过度依赖。
- ◆ 央行购金大幅提升，对金价形成中长期推力。世界黄金协会数据显示，2022年全球黄金需求提升至4699吨，同比增长17%，其中各国央行购金大幅提升，全年量达1082吨；2023年，各国央行继续保持净购入，全年量为1037吨，成为最强劲的需求支撑点。新兴市场的黄金配置需求在持续提升。截至2024年3月，中国人民银行已连续17个月增持黄金，3月末黄金储备为7274万盎司，较上月末的7258万盎司增加16万盎司，但黄金储备占我国官方储备资产比重仍仅有4.64%。

表：全球黄金供需平衡表（吨）

	2021	2022	2023	2023年第1季度	2023年第2季度	2023年第3季度	2023年第4季度	2024年第1季度
<b>供应量</b>								
金矿产量	3,576.50	3,624.80	3,644.40	852.50	909.00	952.10	930.80	893.00
生产商净套保	-5.40	-13.10	17.00	39.40	-19.80	19.70	-22.30	-5.50
回收金	1,136.20	1,140.20	1,237.30	312.00	323.50	288.90	312.90	350.80
<b>总供应量</b>	<b>4,707.30</b>	<b>4,751.90</b>	<b>4,898.80</b>	<b>1,204.00</b>	<b>1,212.70</b>	<b>1,260.70</b>	<b>1,221.40</b>	<b>1,238.30</b>
<b>需求量</b>								
金饰制造	2,230.30	2,195.40	2,168.00	512.30	493.00	581.20	581.50	535.00
科技	330.20	308.70	297.80	70.80	71.00	75.30	80.60	78.60
投资	990.50	1,113.00	945.10	273.00	257.50	156.40	258.30	198.60
金条和金币总需求量	1,180.30	1,222.60	1,189.50	301.60	278.60	295.50	313.80	312.30
黄金ETFs及类似产品	-189.70	-109.50	-244.40	-28.60	-21.10	-139.10	-55.60	-113.70
<b>各国央行和其他机构</b>	<b>450.10</b>	<b>1,081.90</b>	<b>1,037.40</b>	<b>287.70</b>	<b>167.10</b>	<b>353.20</b>	<b>229.40</b>	<b>289.70</b>
<b>黄金需求（制造基础）</b>	<b>4,001.20</b>	<b>4,699.00</b>	<b>4,448.40</b>	<b>1,143.70</b>	<b>988.60</b>	<b>1,166.20</b>	<b>1,149.80</b>	<b>1,101.80</b>
顺差/逆差	706.10	52.80	450.40	60.20	224.10	94.50	71.50	136.40
<b>总需求</b>	<b>4,707.30</b>	<b>4,751.90</b>	<b>4,898.80</b>	<b>1,204.00</b>	<b>1,212.70</b>	<b>1,260.70</b>	<b>1,221.40</b>	<b>1,238.30</b>
LBMA黄金价格 （美元/盎司）	1,798.61	1,800.09	1,940.54	1,889.90	1,975.90	1,928.50	1,971.50	2,069.80

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

# 锂行业分析

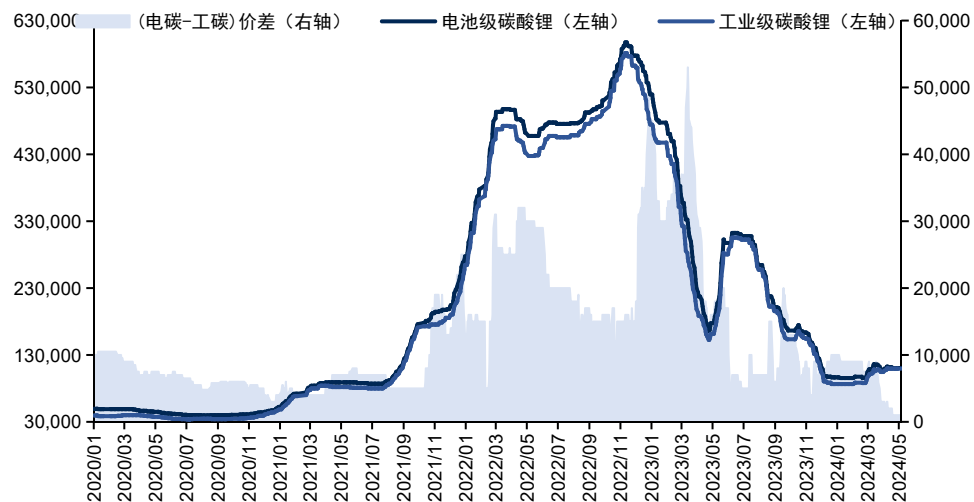
## 供需双旺格局下，锂价保持相对平稳

# 锂：供需双旺格局下，锂价保持相对平稳

**4月锂价保持平稳：**4月末国产电池级碳酸锂报价11.05万元/吨，相较于上月末上涨2.8%；国产电池级氢氧化锂报价10.35万元/吨，相较于上月末上涨2.0%。今年1-2月锂价总体在底部平稳运行，春节后有所反弹，我们认为这一轮反弹可能更多还是来自期货市场的带动，碳酸锂主力合约2407自2月21日开始出现快速反弹，仅不到两周时间，涨幅达约30%，而本轮期货价格反弹的主要原因是来自于供给端，国内外减、停产消息持续扰动市场的情绪，尤其是在国内，江西宜春地区的环保问题有所发酵；需求端，在春节之后，下游材料企业逐步有补库的预期。今年3-4月锂价保持相对平稳，我们认为总体是呈现供需双旺格局：供给端，江西宜春地区环保问题的扰动并未对供给产生实质性影响，在锂价修复之后供给也快速放量；需求端，国内终端新能源汽车降价刺激销量，中游材料企业产量月环比实现高速增长，预计三元材料产量3月环比增长约30%，4月环比增长约10%，预计磷酸铁锂产量3月环比增长超50%，4月环比增长约15%。

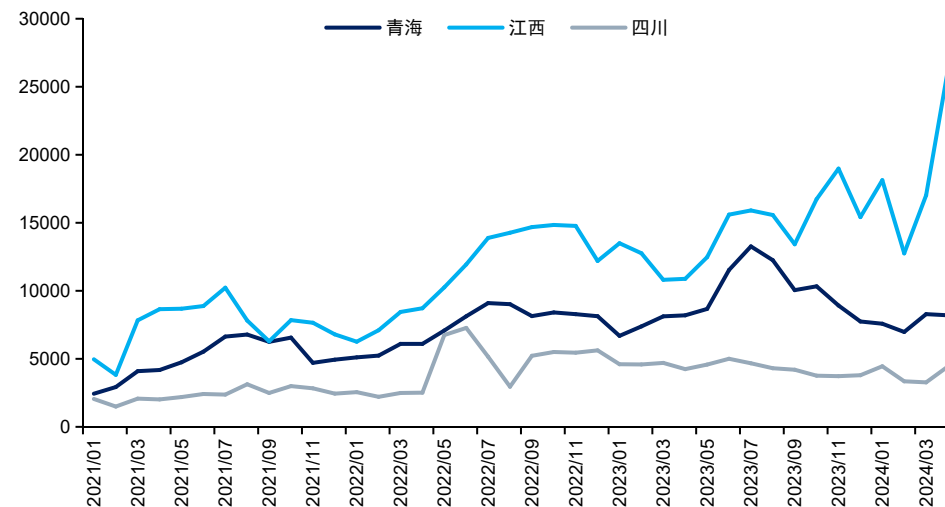
**当前时间点对于锂价的看法：**我们认为，锂价更有可能在10-11万元/吨左右窄幅震荡。供给端，全球新增锂资源项目仍会逐步放量，主要包括非洲几个由中资企业主导开发的锂辉石项目，以及国内几个由头部锂电企业主导开发的锂云母项目，但这些项目的成本相对来说是比较高的，对锂价会有一些的支撑；需求端，国内终端新能源汽车市场的表现好于预期，车企接连降价有望提振新能源汽车消费，从中游材料厂和电池厂的排产来看，头部企业3月和4月排产相对强势，月度环比实现高增长，5月排产环比仍有增长，但环比增速预计将收窄。从全年的时间维度来看，全球锂盐供需过剩的格局并未发生实质性逆转，所以从这个角度来看，中长期过剩的预期或许会压制本轮锂盐期货和现货价格上涨的空间。

图：国内电池级碳酸锂和氢氧化锂价格（元/吨，含税价）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

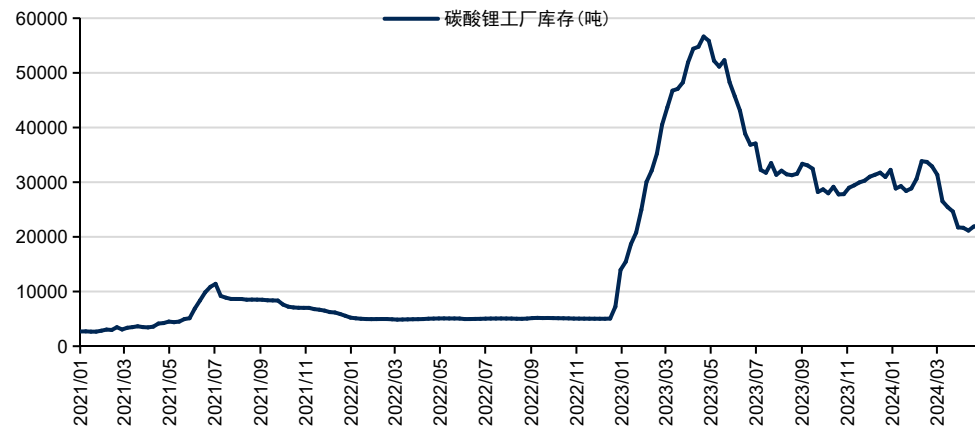
图：国内碳酸锂产量（月度值，吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

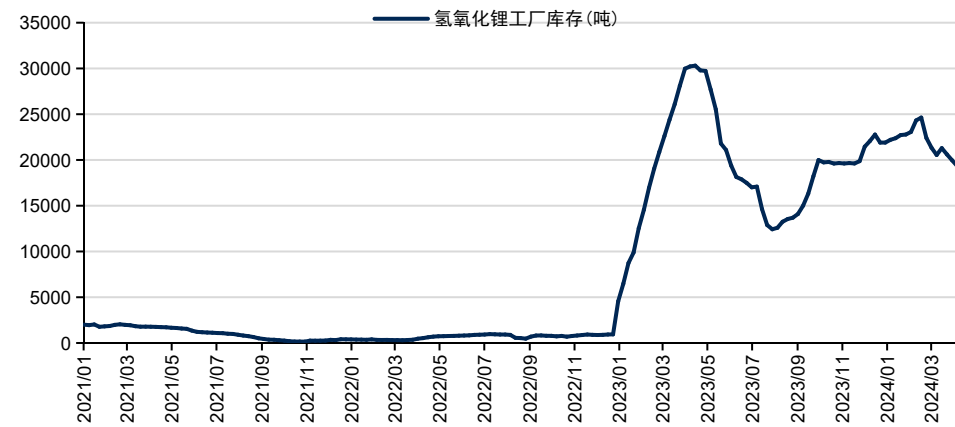
# 锂：供需双旺格局下，锂价保持相对平稳

图：碳酸锂工厂库存（吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：氢氧化锂工厂库存（吨）



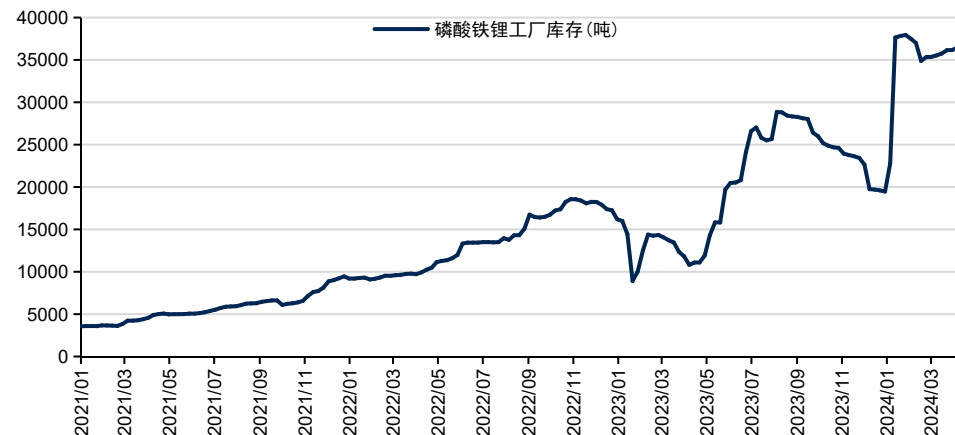
资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：三元材料工厂库存（吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：磷酸铁锂工厂库存（吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

# 锂：全球锂资源供给逐步进入放量期

◆非洲锂矿资源储量丰富，矿石品位高，过去两年中资企业大规模进入到非洲大陆的锂矿项目，主要是因为非洲的矿业环境对于中资企业更加友善，到目前为止中资企业开发非洲锂矿总体进展速度还是比较快的，中资企业在矿山资源开发的效率优势充分体现出来，且于2023年下半年开始，非洲矿陆续运出，陆续到港，已开始形成有效产出。但目前来看，非洲矿成本相对较高，或对锂价形成比较有利的支撑。

表：2023-2024年投产的非洲锂矿项目信息汇总

公司	矿山	国家	矿石量 (Mt)	资源量 (万吨LCE)	品位	产能规划
华友钴业/TIMGO	Arcadia	津巴布韦	72.7	190	1.06%	项目建成后原矿处理规模将达到15,000吨/天，年产能23万吨透锂长石精矿+29.7万吨锂辉石精矿，折合年产约5万吨LCE，项目建设周期1年；2023年3月Arcadia项目全部产线已完成安装调试工作并投料试生产，成功产出第一批产品；目前已达产达标。
盛新锂能/Liujun	萨比星锂矿	津巴布韦	—	—	—	项目设计原矿生产规模90万吨/年，折合锂精矿约20万吨，项目于2023年5月试车投产；目前已达产达标。
中矿资源	Bikita	津巴布韦	65.42	183.78	1.16%	新建200万吨/年透锂长石精矿（技术级和化学级透锂长石柔性生产线）选矿改扩建工程和200万吨/年锂辉石精矿选矿工程，两个项目于2023年7月初相继建设完成并正式投料试生产，达产后公司将拥有锂辉石精矿产能30万吨/年、化学级透锂长石精矿产能30万吨/年或技术级透锂长石精矿产能15万吨/年，预计将形成折合约6万吨LCE/年的产能规模；目前已达产达标
雅化集团控股公司KMC	Kamativi	津巴布韦	18.22	57	1.25%	根据开发计划，雅化集团将分两期开发Kamativi矿山，一期每年处理锂矿石30万吨，已于2023年内投产；二期每年开采和处理锂矿石约200万吨，预计2024年投产，届时Kamativi锂矿每年生产锂精矿规模将超过35万吨。
Abyssinian Metals	Kenticha	埃塞俄比亚	—	100万吨以上	1.03%	项目一期20万吨/年产线的锂精矿预计将在2024年2季度开始交付。

资料来源：各公司公告，安泰科，国信证券经济研究所整理

◆江西宜春地区是锂云母的主要生产基地，锂云母资源属于埋藏浅、露天开采、比较容易开发的锂矿资源。2023年下半年开始，由宁德时代所主导开发的柘下窝项目以及由国轩高科所主导开发的水南段项目逐步放量，此外预计这两个项目投产初期所对应碳酸锂成本相对较高。另外近期江西宜春地区锂云母提锂的环保问题备受市场瞩目，除正常在春节期间停产检修之外，当地环保部门组织了相关环保督察的会议。此外市场也在讨论冶炼锂渣是否会定义为“危废”的问题，据Mysteel数据，尾渣储存处理价格为35元/吨/年，若认定为“危废”，则储存处理需要2000元/吨/年；宜春市生态环境保护委员会办公室于4月24日印发《关于进一步加强对全市锂渣利用处置指导的通知》，一定程度上减少了市场对于江西宜春地区锂云母提锂供给的顾虑。我们认为，江西宜春地区供给端干扰因素频发，是造成春节后碳酸锂期货异动的的主要影响因素，但更多还是情绪上的影响，而对于实际产量的影响相对有限。

表：江西省主要锂云母矿山汇总

矿床	所属企业	状态	矿区面积	生产规模	矿石量	Li <sub>2</sub> O资源量	Li <sub>2</sub> O品位
宜春钽铌矿(414)	江西钨业	在产	5.2175 km <sup>2</sup>	231万吨/年	13855万吨	50.40万吨	0.38%
白市村化山瓷石矿	永兴材料70%；宜春时代30%	在产	1.8714 km <sup>2</sup>	900万吨/年	4507万吨	NA	0.39%
白水洞高岭土矿	宜春国轩51%；永兴材料49%	在产	0.7614 km <sup>2</sup>	150万吨/年	731万吨	2.62万吨	NA
狮子岭锂瓷石矿	江特电机	在产	0.1114 km <sup>2</sup>	120万吨/年	1403万吨	8.02万吨	0.55%
袁州区新坊钽铌矿	江特电机	在产	0.0739 km <sup>2</sup>	60万吨/年	382万吨	NA	0.5-0.7%
宜丰县花桥大港瓷土矿	九岭锂业70%；宜春时代30%	在产	0.5000 km <sup>2</sup>	150万吨/年	9192万吨	NA	0.51%
宜丰县东槽鼎盛瓷土矿	同安矿产品58.83%	在产	0.5990 km <sup>2</sup>	120万吨/年	超过5500万吨	NA	NA
宜丰县茜坑矿	江特电机	办理采矿证	10.3800 km <sup>2</sup>	300万吨/年	11000万吨	51.22万吨	0.46%
割石里矿区水南段瓷土矿	宜春国轩	在产	0.2600 km <sup>2</sup>	300万吨/年	5507万吨	18.18万吨	0.33%
柘下窝矿区陶瓷土	宁德时代	在产	6.4400 km <sup>2</sup>	1000万吨/年	96025万吨	265.678万吨	0.28%

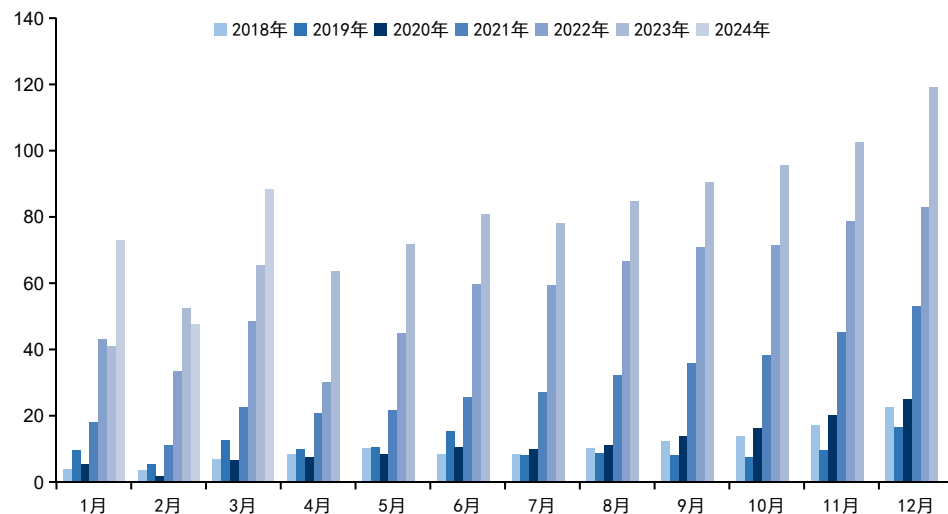
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

# 锂：国内电车降价刺激销量，材料企业需求月环比持续增长

首先从终端新能源汽车产销量数据来看：2023年国内新能源汽车产销量规模分别为958.7万辆和949.5万辆，同比分别增长35.8%和37.9%，渗透率达到31.6%。2024年1-3月，国内新能源汽车单月销量分别为72.9/47.7/88.3万辆，同比增速分别为78.8%/-9.2%/35.3%，渗透率分别为29.9%/30.1%/32.8%；今年1-3月国内新能源汽车产销量总计分别完成211.5万辆和209.0万辆，同比分别增长28.2%和31.8%，渗透率达到31.1%。今年3月以来，国内新能源车市火爆，新车型发布较往年提前，企业降价刺激销量。预计全年国内新能源汽车产销量规模有望达到1150万辆以上，同比增速达20%以上。

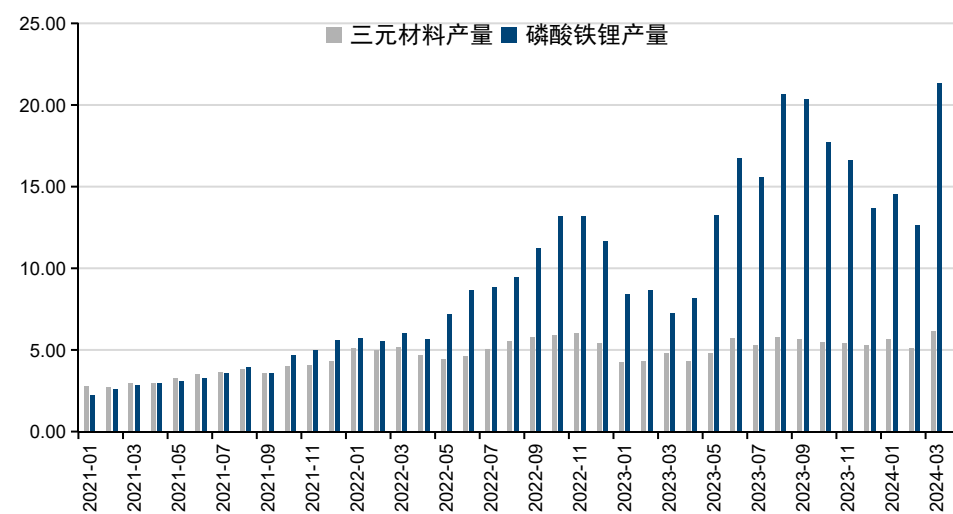
另外从国内正极材料企业产销量数据来看：百川资讯数据显示，2023年国内三元材料总产量61.11万吨，同比-2.6%；国内磷酸铁锂总产量167.16万吨，同比+57.2%。2024年1月，由于2月订单前置导致1月补库迹象较为明显，1月需求相对平稳弱势运行；2月有春节因素的影响，下游需求环比减弱；而进入3月以来，中游材料企业产量月环比实现高速增长，预计三元材料产量3月环比增长约30%，4月环比增长约10%，预计磷酸铁锂产量3月环比增长超50%，4月环比增长约15%，5月排产环比仍有增长，但环比增速预计将收窄至5%以内。

图：中国新能源汽车销量数据（万辆）



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图：中国正极材料生产量（万吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

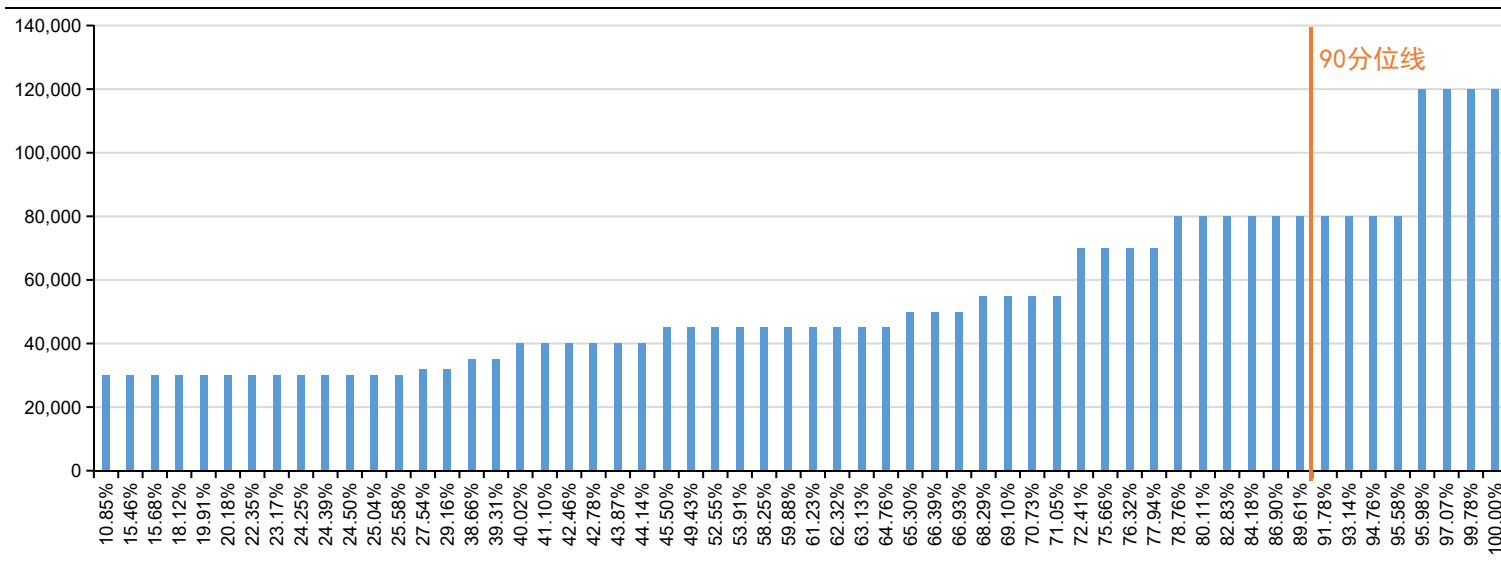
# 锂：锂价将重回边际成本定价

全球锂资源供需过剩的格局目前未有实质性的转变。展望2024-2025年，越来越多的企业在加快资源端布局，且经历过2-3年左右开发周期之后，供给将逐步进入放量期，澳洲锂矿、南美盐湖、非洲锂矿和国内的锂资源均能贡献比较可观的增量；需求端，新能源车和储能领域的发展仍将快速带动锂消费，且锂也会有更多的应用场景逐步推出，我们预计全球锂需求年均复合增速仍有望达到25%以上。综上，在需求端成长确定性比较强的同时，供给端也在加速落地，随着前期投入开发的项目逐步进入投产期之后，供给端释放的速度可能会更快一些，锂供需总体将呈现过剩的格局，过剩幅度不到10%。

所以基于前文的分析，我们认为锂价将重回边际成本定价，行业成本曲线90分位线的位置对价格将会有强支撑，同时考虑到下游需求将保持高增速，锂价有望始终维持在行业成本曲线90分位线以上的位置，所以我们给到锂价中长期的价格中枢是10万元/吨左右，在这个价格水平下，一些品质相对来说比较差的资源可能会面临产能的出清，同时也能支持一些优质的资源不断得到开发，以满足下游需求的增长。

另外从股票的角度而言，锂矿标的股价在经历长达1年半以上时间的调整之后，我们认为基本上已经调整到位，目前主流标的的市值当中隐含的锂价假设条件也在9-10万元/吨范围内，随着锂价调整到位之后，锂价对股价影响会逐步减弱，而股价涨跌将更多受到下游需求预期变化的影响，更多受到终端新能源车和储能领域需求预期变化的影响。

图：2025年全球锂资源行业成本曲线（折合LCE，元/吨）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理和预测



# 推荐组合



推荐组合：紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色、中国铝业、中国宏桥、天山铝业、神火股份、云铝股份、赤峰黄金、铂科新材。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB 2023	公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB 2023
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E							2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601899.SH	紫金矿业	买入	17.5	4,491.9	0.80	0.95	1.18	21.8	18.4	14.8	3.2	600988.SH	赤峰黄金	买入	18.1	300.7	0.49	0.86	1.06	36.9	21.0	17.0	4.1
603993.SH	洛阳钼业	买入	8.8	1,831.7	0.38	0.47	0.52	23.2	18.8	17.0	2.1	600497.SH	驰宏锌锗	买入	5.8	295.3	0.28	0.40	0.41	20.6	14.5	14.1	1.6
601600.SH	中国铝业	增持	7.7	1,214.2	0.39	0.50	0.60	19.7	15.4	12.8	1.7	000878.SZ	云南铜业	增持	14.1	283.3	0.90	1.01	1.15	15.7	14.0	12.3	1.6
600547.SH	山东黄金	买入	29.5	1,204.1	0.42	0.89	1.25	70.1	33.1	23.6	4.3	000960.SZ	锡业股份	买入	16.9	277.6	0.86	1.42	1.54	19.7	11.9	11.0	1.3
1378.HK	中国宏桥	买入	10.4	984.3	0.85	1.11	1.14	12.2	9.4	9.1	0.7	002738.SZ	中矿资源	买入	36.0	262.9	3.15	2.14	2.59	11.4	16.8	13.9	2.3
000708.SZ	中信特钢	买入	15.9	804.5	1.13	1.26	1.41	14.1	12.7	11.3	1.9	002756.SZ	永兴材料	买入	47.6	256.8	6.33	3.07	3.59	7.5	15.5	13.3	2.2
002460.SZ	赣锋锂业	买入	36.6	684.4	2.46	2.20	2.92	14.9	16.6	12.5	1.8	000426.SZ	兴业银锡	买入	13.1	239.9	0.53	0.86	0.91	24.8	15.2	14.4	2.7
002466.SZ	天齐锂业	买入	40.5	646.0	4.45	2.76	3.23	9.1	14.7	12.5	1.7	000060.SZ	中金岭南	增持	4.8	178.3	0.18	0.38	0.61	26.5	12.6	7.8	1.3
000975.SZ	银泰黄金	买入	18.6	515.4	0.51	0.65	0.79	36.2	28.6	23.5	3.7	002240.SZ	盛新锂能	买入	18.6	171.2	0.77	0.99	1.08	24.1	18.8	17.2	1.6
000933.SZ	神火股份	买入	22.9	514.3	2.65	2.80	2.84	8.6	8.2	8.0	2.1	601677.SH	明泰铝业	买入	13.6	169.4	1.31	2.05	2.30	10.4	6.6	5.9	0.9
000807.SZ	云铝股份	买入	14.8	513.3	1.14	1.18	1.27	13.0	12.5	11.7	1.7	601137.SH	博威合金	买入	18.6	145.0	1.43	1.91	2.26	13.0	9.7	8.2	1.8
000630.SZ	铜陵有色	买入	4.0	506.7	0.21	0.31	0.41	19.0	12.9	9.8	1.3	002182.SZ	宝武镁业	买入	18.6	131.7	0.46	1.29	1.92	40.5	14.4	9.7	2.7
601168.SH	西部矿业	买入	19.3	460.4	1.17	1.40	1.65	16.5	13.8	11.7	2.3	600595.SH	中孚实业	买入	3.2	129.9	0.29	0.37	0.46	11.2	8.8	7.0	1.1
002532.SZ	天山铝业	买入	7.7	357.3	0.48	0.70	0.75	16.0	11.0	10.2	1.2	300811.SZ	铂科新材	买入	57.2	113.8	1.29	1.79	2.38	44.4	32.0	24.0	5.8
000932.SZ	华菱钢铁	增持	5.1	355.1	0.74	0.78	0.83	7.0	6.6	6.2	0.7	603876.SH	鼎胜新材	增持	11.2	99.9	0.61	0.60	0.72	18.4	18.7	15.6	1.8
600282.SH	南钢股份	增持	5.4	335.4	0.34	0.39	0.41	15.8	13.9	13.3	0.9	601609.SH	金田股份	增持	6.6	97.2	0.37	0.61	0.78	17.8	10.8	8.4	1.3
603979.SH	金诚信	买入	52.4	323.5	1.71	2.94	3.99	30.6	17.8	13.1	3.4	002540.SZ	亚太科技	买入	6.5	81.3	0.46	0.58	0.72	14.1	11.2	9.0	1.5

资料来源：Wind、公司资料、国信证券经济研究所整理预测；备注：中国宏桥股价和EPS已转化成人民币元

- 一、国内经济复苏不及预期；
- 二、国外货币政策边际放缓幅度不及预期；
- 三、全球资源端供给增加超预期。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032