

金属行业6月投资策略

短期高位震荡，长期格局向上

行业研究 · 行业投资策略
投资评级：优于大市（维持）

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：铜矿现货加工费维持在个位数

5月铜价冲高回落，铜矿现货加工费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6月初，铜精矿现货加工费维持在2美元/吨。个别现货成交出现负加工费，但参照意义有限。5月底，国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》，提到“优化有色金属产能布局。严格落实电解铝产能置换，从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能，合理布局硅、锂、镁等行业新增产能。”严控铜冶炼新增产能，就是要扭转“面粉比面包贵”的被动局面，长期来看有利于改善冶炼厂的利润。全球已审批并且在今明年投产的冶炼产能远大于精矿增量，严控铜冶炼新增产能无法改变短期铜矿山强势的格局，但有利于改善铜冶炼行业长期格局。

◆ 铝：铝价上涨带动冶炼利润大幅增加

冶炼利润攀升，氧化铝价格冲高。铝价随铜价上涨，伦敦铝最高触及2800美元/吨，突破了2年以来的震荡区间，沪铝最高也突破了22000元/吨。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，氧化铝自给率高的企业可以充分享受铝价上涨带来的收益。氧化铝价格5月中旬澳大利亚某氧化铝厂宣布不可抗力后继续上涨，截至5月末山西的三网均价已经涨到3900/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。氧化铝期货上市后，期现套利资金的介入使得现货更容易出现极端成交价。另外近几年氧化铝价格稳定，一些铝厂原料库存较低，短缺矛盾会被放大。

◆ 贵金属：降息预期反复，金银价格继续盘整

4月美国核心PCE略低于预期，市场预期下半年降息。5月末，PCE数据公布，美国4月核心PCE物价指数同比增长2.8%，预期增长2.8%，前值增长2.8%，为2021年4月以来最低水平；美国4月核心PCE物价指数环比增长0.2%，预期增长0.3%，前值增长0.3%。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月利率不变概率接近100%；7月不变概率约为83%，降息概率约为17%；9月不变概率约为35%，降息概率约为65%。目前金银比接近80，处于历史较高水平，中枢回归过程或使得白银具备更大的价格弹性。

◆ 稀土：稀土价格保持弱势运行

北方稀土挂牌价再度下调，稀土价格震荡磨底。目前，行业需求表现相对平淡，而供给指标增量相对充裕，价格弱势运行。截至2024年6月5日，氧化镨钕、氧化镱、氧化铽价格分别为36.4万元/吨、191万元/吨、582.5万元/吨，较5月初分别下跌3.85万元/吨、11万元/吨、75万元/吨。6月，北方稀土集团产品挂牌价格再度下调，氧化镨钕挂牌价为38.48万元/吨，金属镨钕价格为47.8万元/吨，较5月分别下降0.84万元/吨、1万元/吨。中长期，稀土价值有望得到重估。

◆ 推荐组合：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、中国铝业、中国宏桥、天山铝业、神火股份、云铝股份、中金黄金、兴业银锡。

◆ 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

工业金属价格重心上台阶

◆ 铜矿现货加工费维持在个位数

- 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6月初，铜精矿现货加工费维持在2美元/吨。个别现货成交出现负加工费，但参照意义有限。
- 5月底，国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》，提到“优化有色金属产能布局。严格落实电解铝产能置换，从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能，合理布局硅、锂、镁等行业新增产能。”严控铜冶炼新增产能，就是要扭转“面粉比面包贵”的被动局面，长期来看有利于改善冶炼厂的利润。全球已审批并且在今明年投产的冶炼产能远大于精矿增量，严控铜冶炼新增产能无法改变短期铜矿山强势的格局，但有利于改善铜冶炼行业长期格局。
- 氧化铝价格5月中旬澳大利亚某氧化铝厂宣布不可抗力后继续上涨，截至5月末山西的三网均价已经涨到3900/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。氧化铝期货上市后，期现套利资金的介入使得现货更容易出现极端成交价。另外近几年氧化铝价格稳定，一些铝厂原料库存较低，短缺矛盾会被放大。

◆ 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。

工业金属：5月价格冲高回落

◆ 铜价冲高回落

- 5月以来铜价继续上行，5月中旬后跨市场套利头寸在Comex被逼仓，引发铜价加速冲顶，5月20日Comex铜连续合约最高涨至5.2美元/磅，LME铜最高涨至11100美元/吨以上。随着部分套利头寸砍仓，以及全球其他地区铜流向Comex仓库，Comex铜价与其他交易所铜价价差恢复正常区间，铜价开始回落，并在10000美元/吨左右企稳。

◆ 铝、锌价格向上突破

- 铝、锌跟随铜价上涨，伦敦铝最高触及2800美元/吨，突破了2年以来的震荡区间，国内沪铝最高也突破了22000元/吨；伦敦锌价最高触及3185美元/吨，达到了去年2月以来的新高，沪锌也涨至25000元/吨以上。但是铜价回调之后，铝、锌价格也相应回调，其中铝价回调幅度很小。

图：5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：铜矿现货加工费维持在个位数

◆铜矿现货加工费2美元/吨，据此测算冶炼厂普遍严重亏损

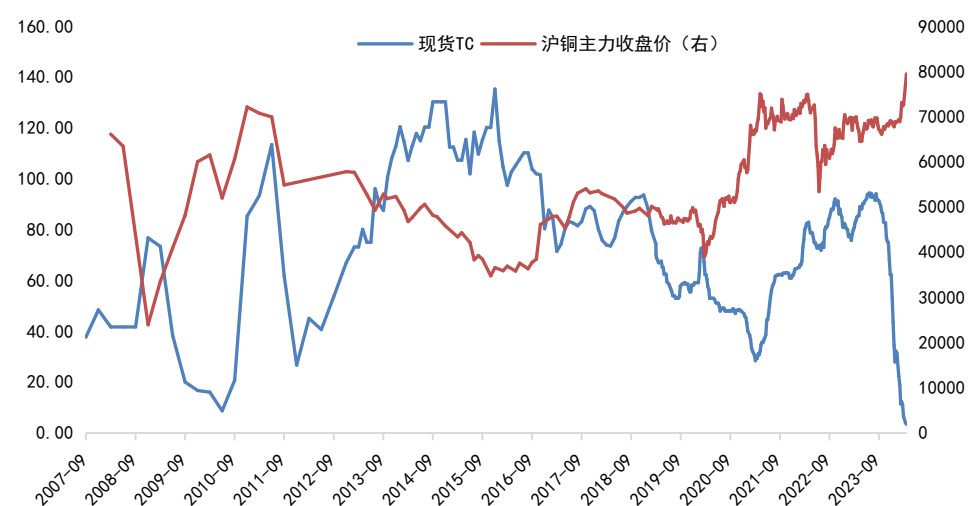
- 铜精矿加工费处于历史最低位附近，这是当前铜市场最显著的特征。截至6月初，铜精矿现货加工费维持在2美元/吨。个别现货成交出现负加工费，但参照意义有限。
- 冶炼厂亏损。**在当前加工费水平下，我们简单换算人民币加工费收入， $2\text{美元} \times (1/25\% + 0.1 \times 22.04) \times \text{汇率} = 90\text{元/吨铜}$ 。虽然当前铜精矿短缺，但如此低的现货加工费已经过度反应短缺程度了。冶炼厂普遍的冶炼成本在1500-2500元/吨。现在硫酸价格低迷，副产品收益不好，按照现货加工费估算，冶炼厂全部处于亏损状态。但一般冶炼厂长单比例比较高，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。
- 5月底，国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》，提到“优化有色金属产能布局。严格落实电解铝产能置换，从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能，合理布局硅、锂、镁等行业新增产能。”严控铜冶炼新增产能，就是要扭转“面粉比面包贵”的被动局面，长期来看有利于改善冶炼厂的利润。但全球已审批并且在今明年投产的冶炼产能远大于精矿增量，因此严控铜冶炼新增产能无法改变短期铜矿山强势的格局，但有利于改善铜冶炼行业长期格局。

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：Wind，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

- 4月中国阴极铜产量98.51万吨，同比增幅1.6%，环比下降1.4%。1-4月国内阴极铜产量累计390.47万吨，同比增长6.0%。铜价大涨导致精废价差扩大，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。随着铜价回落，截至6月初，精废价差回落到2700元/吨附近。

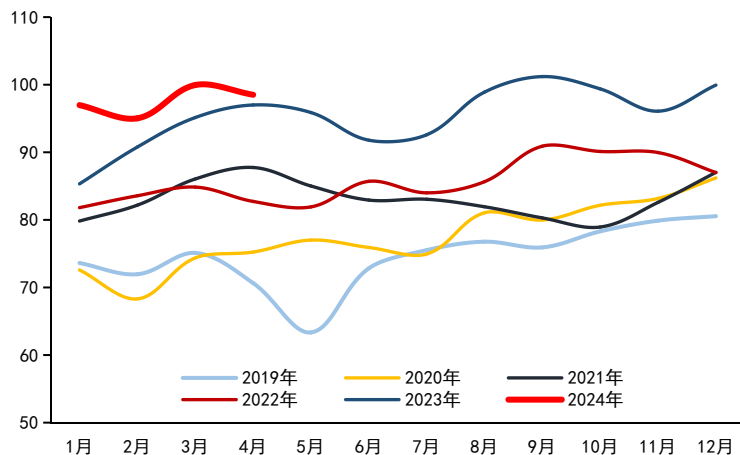
◆ 3月全球铜精矿产量189万吨

- 3月全球铜精矿产量189.4万吨，同比增长3.8%，2024年1-3月全球铜精矿累计产量551.7万吨，同比增5.2%。

◆ 3月全球精炼铜产量193万吨

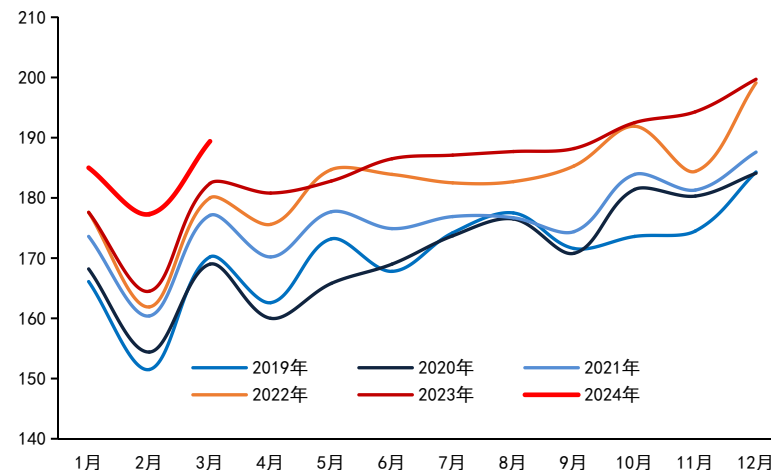
- 3月全球精炼铜产量192.9万吨，同比增0.3%，2024年1-3月全球精炼铜累计产量570.2万吨，同比增2.4%。

图：中国精炼铜月度产量（万吨）



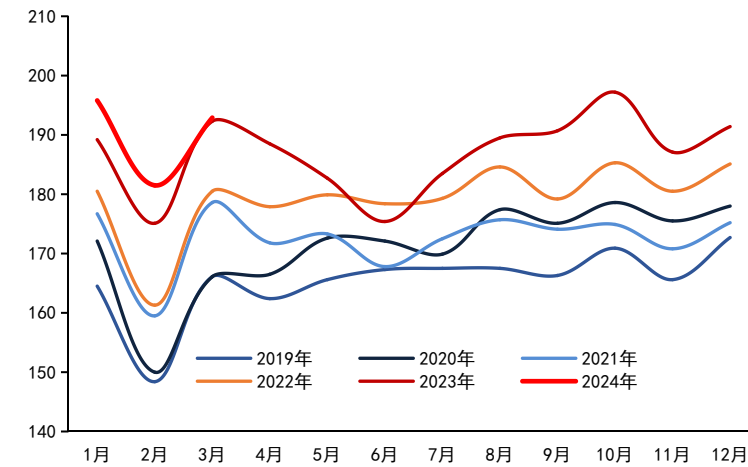
资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

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

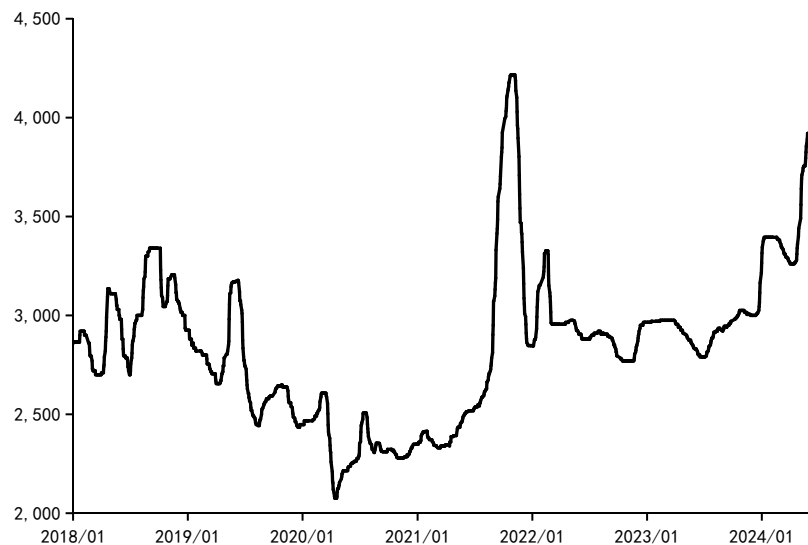
◆ 冶炼利润攀升

- 根据百川资讯消息，山东某铝厂6月预焙阳极采购基准价较5月下调20元，现货价3918元/吨，承兑3935元/吨。
- 动力煤价格方面，截至5月底秦皇岛港5500K动力煤价格880元/吨，比5月初略微反弹50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

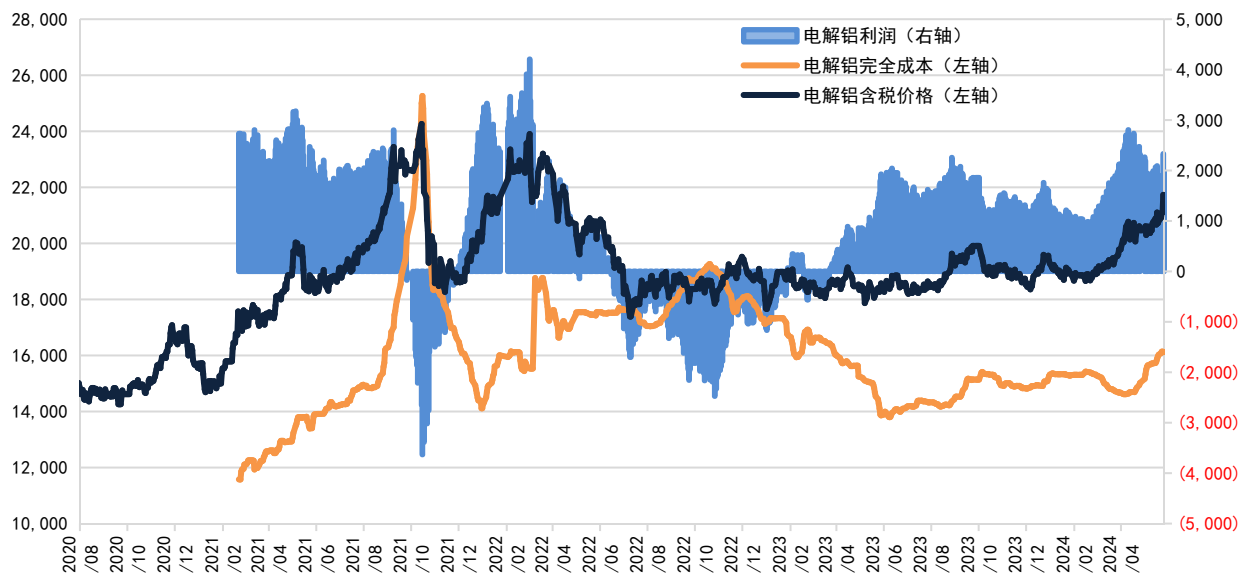
- 氧化铝价格5月中旬澳大利亚某氧化铝厂宣布不可抗力后继续上涨，截至5月末山西的三网均价已经涨到3900/吨附近，并出现了较为极端的现货成交价。氧化铝市场结构决定了价格波动幅度较大：国内氧化铝长单比例超过80%，长单定价采用现货指数价，也就是占比不到20%的现货成交决定了80%的长单定价。氧化铝期货上市后，期现套利资金的介入使得现货更容易出现极端成交价。
- 另外近几年氧化铝价格稳定，一些铝厂原料库存较低。遇到今年国产矿短缺造成氧化铝减产时，短缺矛盾会被放大化。一些产能受影响的氧化铝厂为了维系长单客户，不得不高价采购现货履约长单。

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3月年全球锌精矿产量同比下降4.7%

• 根据国际铅锌研究小组数据，3全球锌精矿产量96.2万吨，同比下降4.7%，1-3月份全球锌精矿产量280.6万吨，同比下降2.8%。

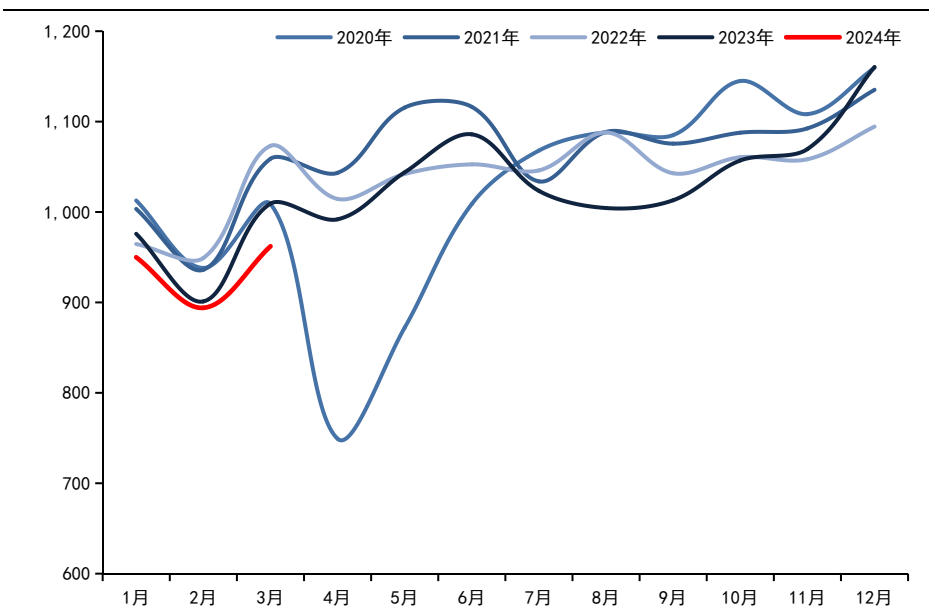
◆ 2024年3月全球精炼锌产量同比下降3.7%

• 根据国际铅锌研究小组数据，3月全球精炼锌产量115.9万吨，同比下降3.7%，1-3月份全球精炼锌产量339.6万吨，同比增加0.4%。

◆ 国产锌精矿加工费跌至3000元/吨以下

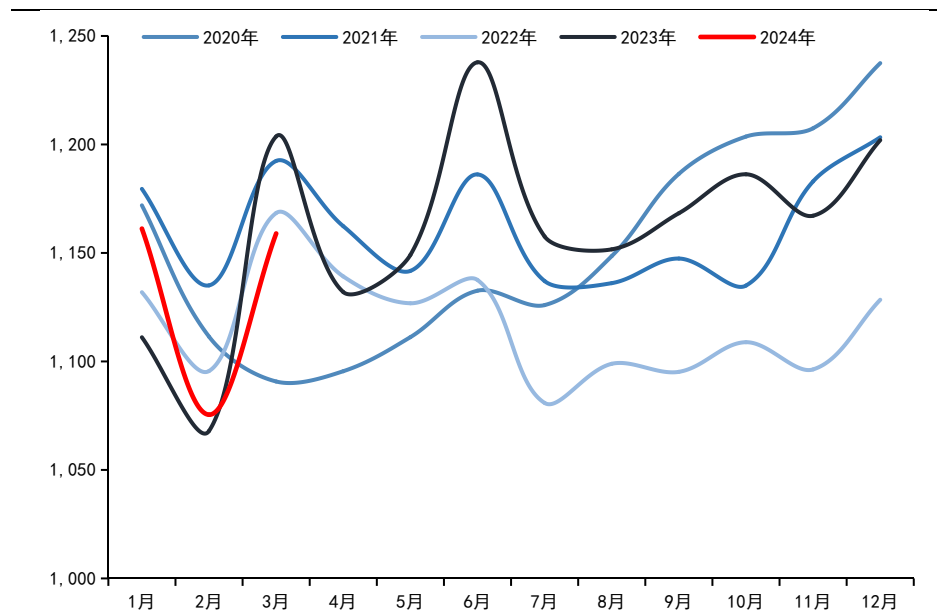
• 与铜类似，由于锌精矿产量收缩，而去年的冶炼产量高增长，锌精矿的加工费自去年2月份以来持续阴跌。截至2024年6月初，SMM报的国产锌精矿现货加工费跌至3000元/吨以下，进口锌精矿加工费20美元/吨，处于历史低位。即使考虑锌价二八分成，锌冶炼厂利润也并不丰厚。

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）



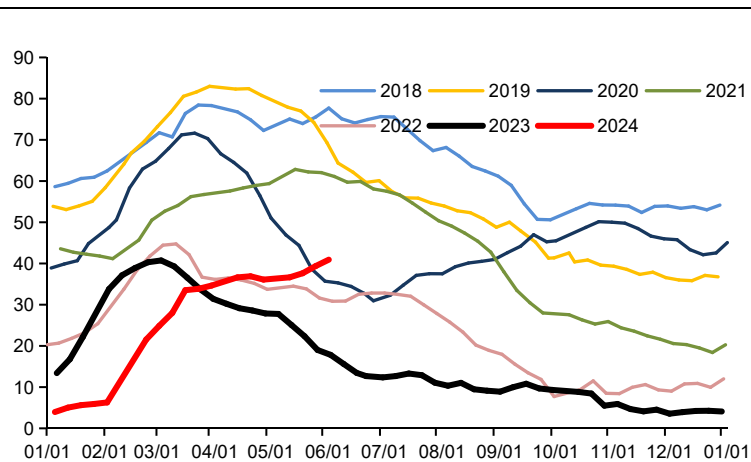
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

工业金属：高价抑制需求，旺季累库存

◆ 库存走势分化

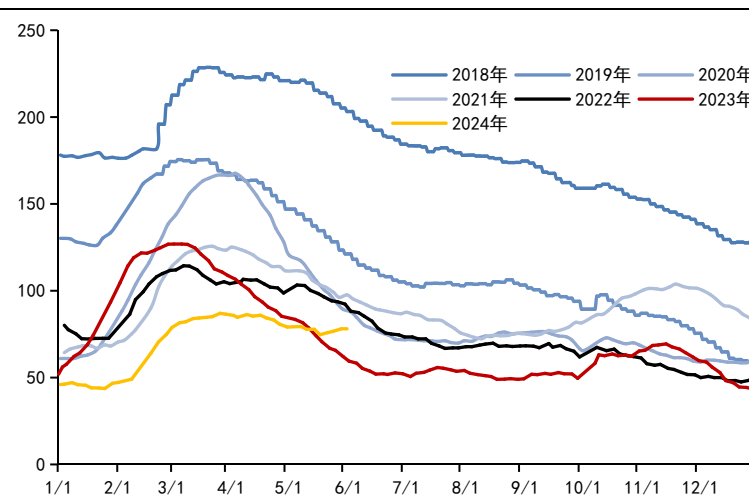
- 3月中旬以来工业金属价格大幅上涨，抑制了部分下游需求。国内铜在春节后累库时间比以往都要久，直到五一假期前才有小幅去库；铝同样面临这个问题，在5月份旺季累库存，上一次出现这种情况是在2017年，当时是行业推出供给侧结构性改革措施，改变了行业预期。

图：国内铜库存（万吨）



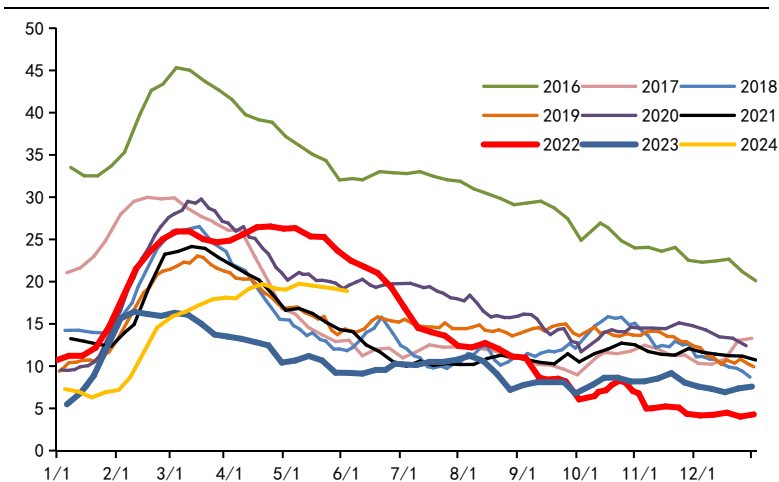
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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）

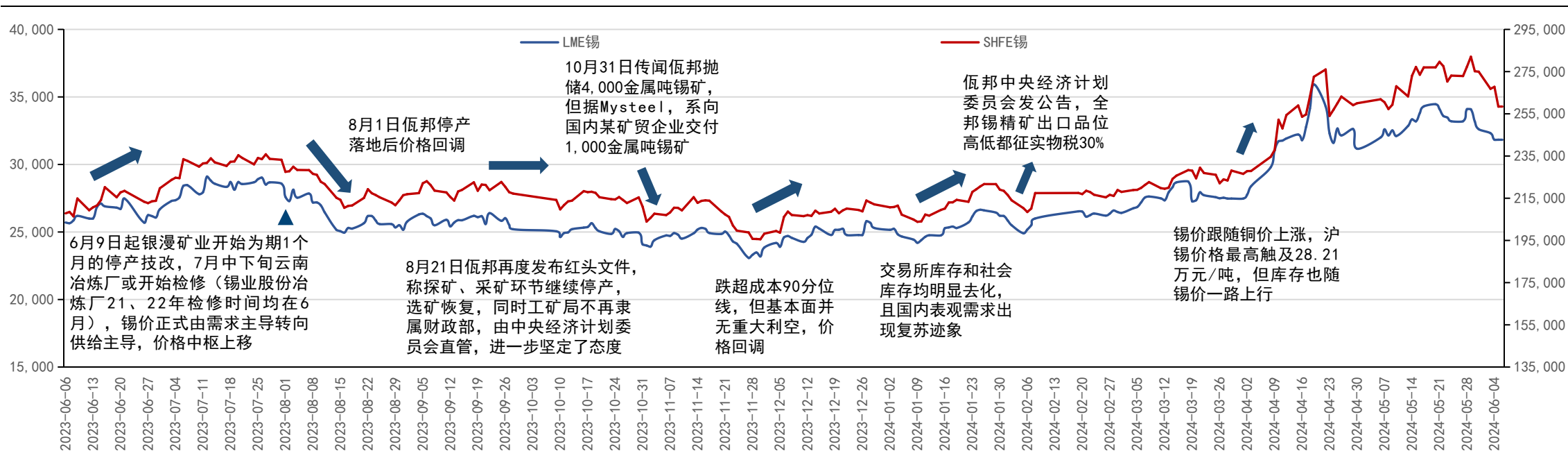


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

锡：5月锡价高位震荡

5月沪锡价格由26.19万元/吨涨至27.50万元/吨，维持高位震荡。5月末SHFE锡报价较月初上涨5.75%，最高触及28.21万元/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（2023.6.6-2024.6.6）



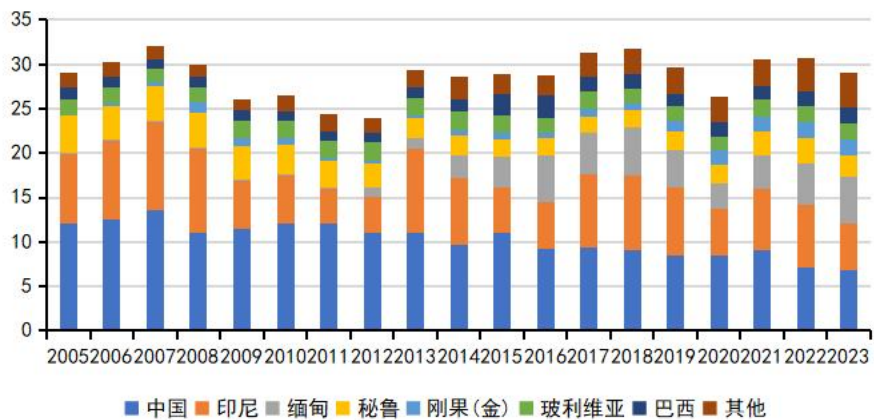
资料来源：Wind，ITA，国信证券经济研究所整理

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

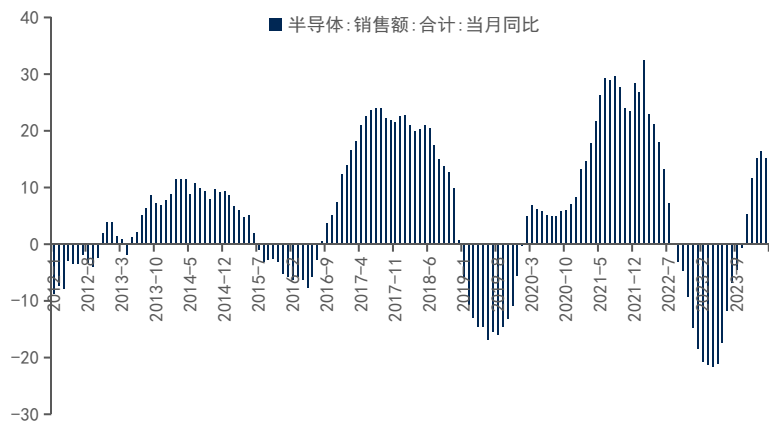
锡：4月缅甸锡精矿供给显著下滑

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。2024.1-2024.3，全球半导体销售额分别为476.3/461.7/459.1亿美元，同比增速分别为+15.20%/16.30%/15.20%，环比增速分别为-2.12%/-3.07%/-0.56%，同比增速自2023年11月起持续为正，环比降幅开始收窄。另外，近期锡价和费半走势相关性较高。

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，2024.2-4进口量分别为1.24/1.77/0.39万吨（实物吨），今年3月及以前我国自缅甸进口锡矿量仍无明显下滑迹象，但4月进口量环比下滑78%，说明23年4-8月之间佤邦囤积的矿石库存或将消耗完，复产或为期不远。

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2024.3）



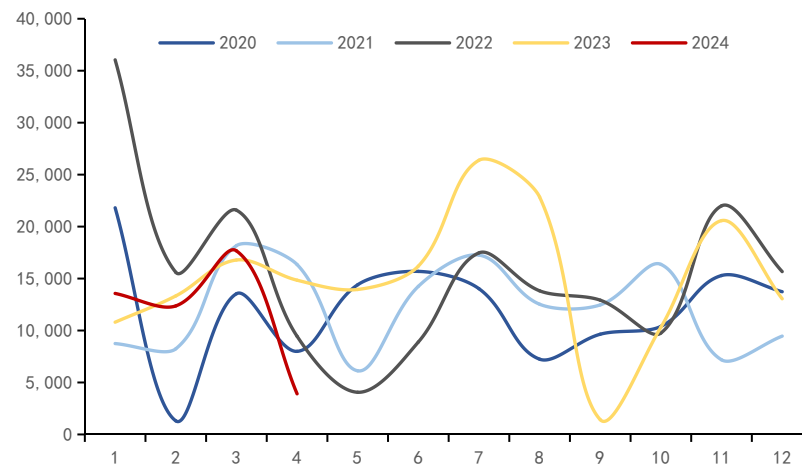
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：费城半导体指数与LME锡收盘价对比（截至2024.6.6）



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2024.4）

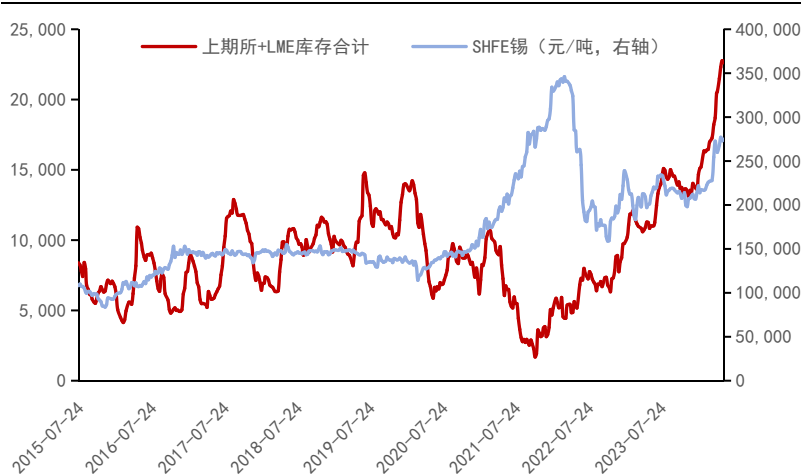


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

锡：SHFE库存出现小幅下降，冶炼加工费回升

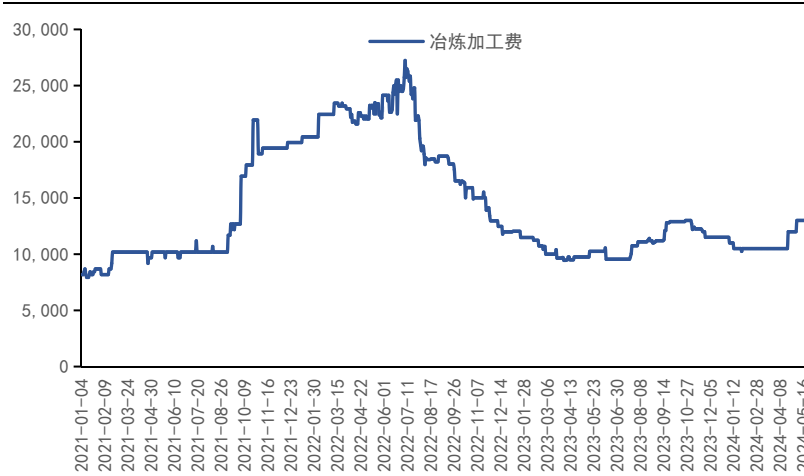
- ◆ **SHFE库存在5月底出现小幅回落。**截至5月31日，SHFE锡库存为17,621吨，较5月初增加2,943吨；LME锡库存为4,995吨，较5月初增加195吨；交易所库存合计22,616吨，较5月初增加1,126吨。2023年4月开始，交易所显性库存与锡价呈现正相关的异常走势，高价+高库存成为常态，或因随着金属价格的大幅上涨，产业链中下游囤货意愿不足，隐性库存向交易所显性库存转移。
- ◆ **冶炼加工费由1.2万元/吨提升至1.35万元/吨。**根据百川盈孚数据，截至5月31日，锡锭价格为27.43万元/吨，60%锡精矿价格为26.08万元/吨，冶炼加工费为13,500元/吨，5月上涨了13%。
- ◆ **SMM数据显示，2024年2-4月我国锡锭月度产量分别为1.15/1.55/1.65万吨；百川盈孚数据显示，2024年2-4月我国锡锭月度产量分别为1.18/1.53/1.70万吨，冶炼开工率分别为50.66%/65.47%/72.99%，4月开工率大幅提升。**

图：沪锡+伦锡库存与锡价走势对比（截至2024.5.31）



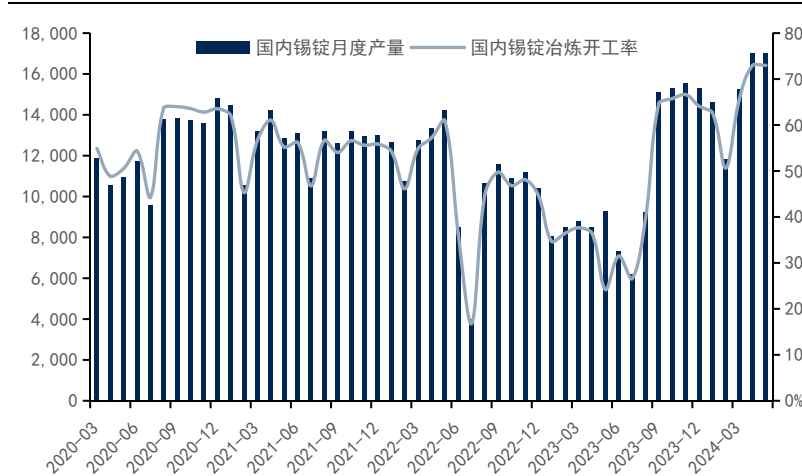
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：精矿冶炼加工费回升（元/吨，截至2024.6.5）



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2024.5）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

贵金属行业分析

降息预期反复，金银价格继续盘整

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%。

4月美国核心PCE略低于预期

- ◆ 5月末，PCE数据公布，美国4月核心PCE物价指数同比增长2.8%，预期增长2.8%，前值增长2.8%，为2021年4月以来最低水平；美国4月核心PCE物价指数环比增长0.2%，预期增长0.3%，前值增长0.3%。

市场预期下半年降息

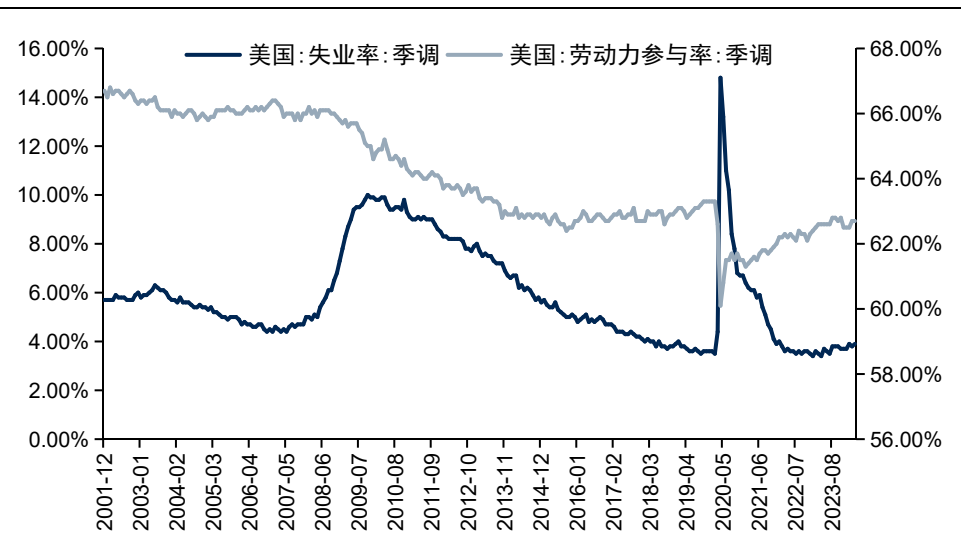
- ◆ 5月2日，美联储发布5月议息决议，联邦基金目标利率保持5.25-5.50%，符合市场预期。另外，近期美国GDP及PMI数据不及预期，失业率及非农数据不及预期，市场对降息预期有所加强。目前CME预测显示，6月利率不变概率接近100%；7月不变概率约为83%，降息概率约为17%；9月不变概率约为35%，降息概率约为65%。

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4月，中国人民银行已连续18个月增持黄金，4月末黄金储备为7290万盎司，较上月末7274万盎司增加6万盎司，但黄金储备占我国官方储备资产比重仍仅有4.90%。

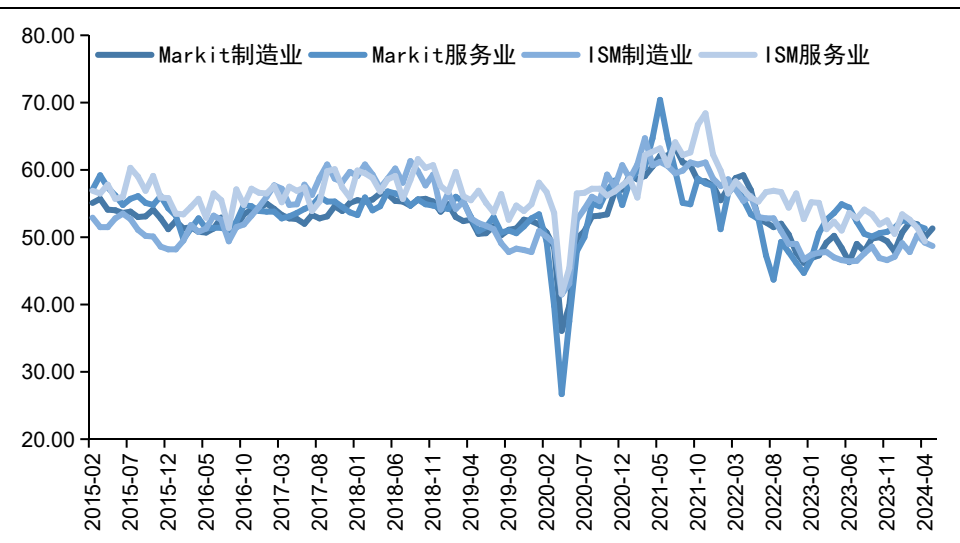
- ◆ **今年一季度GDP不及预期。**4月末，美国今年一季度不变价GDP年化环比季调增长1.6%，市场预期2.5%，从数据上来看大幅低于市场预期，但其私人部门需求依然强劲，环比折年率为3.1%。
- ◆ **4月失业率环比上升，非农数据有所降温。**美国4月失业率环比上升0.1个百分点至3.9%，高于市场预期3.8%，劳动参与率环比持平在62.7%；非农就业人口增加17.5万个就业岗位，远低于3月的31.5万个，也明显低于市场预期的24.3万个，表明劳动力市场经历年初持续增长后有所降温；员工平均时薪环比上涨0.2%至34.75美元，亦不及市场预期。总体上，美国4月就业增长放缓，但仍然相对稳健。5月数据即将于本周公布，需密切关注。
- ◆ **5月ISM制造业PMI低于预期。**美国5月ISM制造业指数48.7，为三个月来最低，不及预期的49.6，4月前值为49.2。分项来看：新订单指数为45.4，单月下降3.7个点；新出口订单指数为50.6，单月上升1.9个点；生产指数为50.2，单月下降1.1个点；就业指数为51.1，单月上升2.5个点，为2022年8月以来的最高水平；物价支付指数为57.0，单月下降3.9个点。另外，美国5月Markit制造业PMI终值51.3，预期50.9，初值50.9。

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

4月美国核心PCE略低于预期

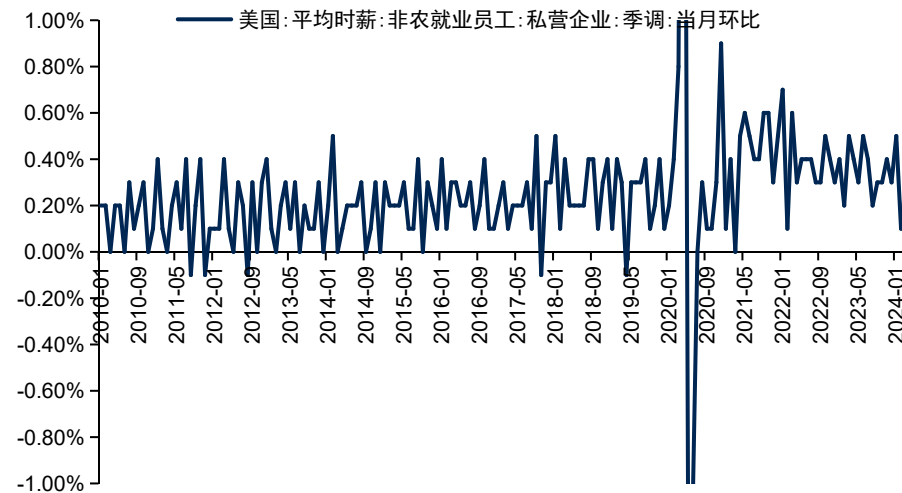
- ◆ **4月美国核心PCE略低于预期。**5月末，PCE数据公布，美国4月核心PCE物价指数同比增长2.8%，预期增长2.8%，前值增长2.8%，为2021年4月以来最低水平；美国4月核心PCE物价指数环比增长0.2%，预期增长0.3%，前值增长0.3%。
- ◆ **4月住房服务通胀继续放缓。**住房价格在美国核心PCE价格指数中占比达40%。4月住所CPI为5.6%，前值为5.7%，此前2023年3月高点为8.3%。对利率敏感的房地产行业在去年就出现弱化，而因租赁周转缓慢等原因，租金变化滞后。2022年以来，租金要价和新租赁合同租金的增长速度有所放缓，给今年住房通胀带来下行动力。房地产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

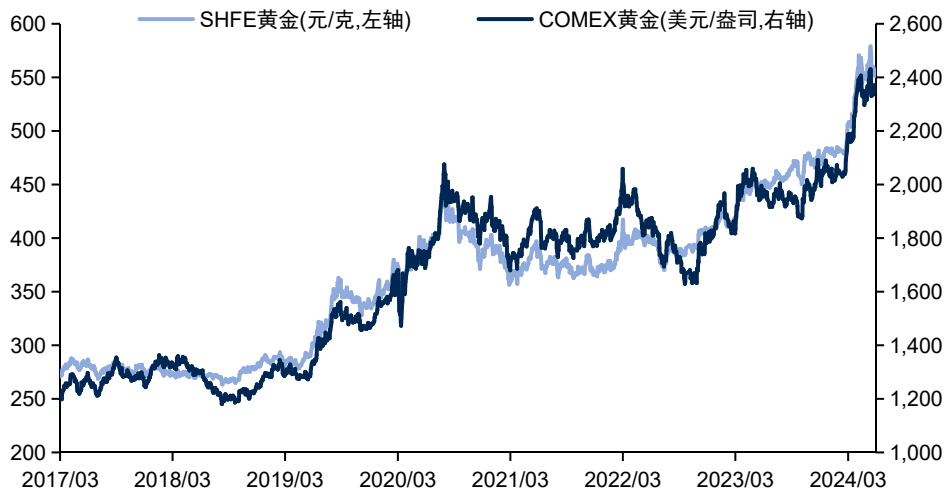


资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

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月利率不变概率接近100%；7月不变概率约为83%，降息概率约为17%；9月不变概率约为35%，降息概率约为65%。

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（6月5日）

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	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%	0.0%	99.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.5%	83.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.6%	55.3%	35.1%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	25.5%	48.3%	22.9%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	17.7%	40.2%	31.8%	8.1%
2025/1/29	0.0%	0.0%	1.0%	9.4%	28.2%	36.3%	20.8%	4.3%
2025/3/19	0.0%	0.5%	5.6%	19.7%	32.6%	27.8%	11.8%	2.0%
2025/4/30	0.2%	2.5%	11.0%	24.6%	30.8%	21.7%	8.0%	1.2%

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4月，中国人民银行已连续18个月增持黄金，4月末黄金储备为7290万盎司，较上月末7274万盎司增加6万盎司，但黄金储备占我国官方储备资产比重仍仅有4.90%。

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
供应量								
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
总供应量	4,707.30	4,751.90	4,898.80	1,204.00	1,212.70	1,260.70	1,221.40	1,238.30
需求量								
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
各国央行和其他机构	450.10	1,081.90	1,037.40	287.70	167.10	353.20	229.40	289.70
黄金需求（制造基础）	4,001.20	4,699.00	4,448.40	1,143.70	988.60	1,166.20	1,149.80	1,101.80
顺差/逆差	706.10	52.80	450.40	60.20	224.10	94.50	71.50	136.40
总需求	4,707.30	4,751.90	4,898.80	1,204.00	1,212.70	1,260.70	1,221.40	1,238.30
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

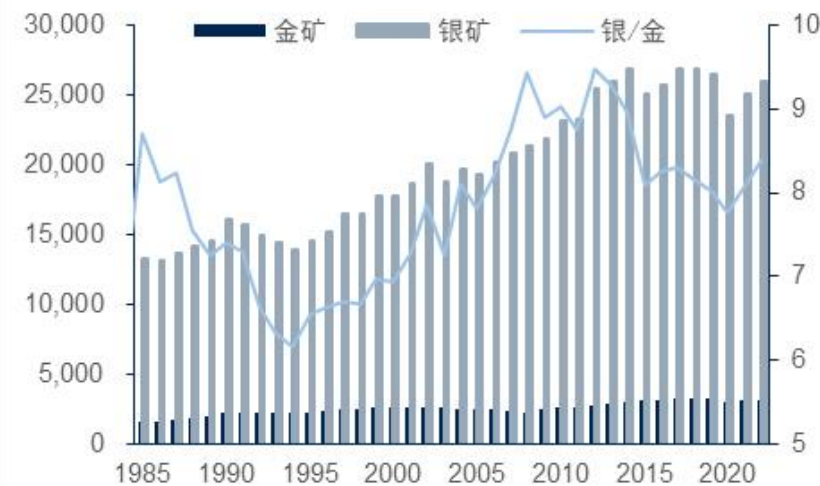
- ◆ 作为贵金属，白银具备金融属性，其历史价格变动方向与黄金相似，也呈现出与美元实际利率的负相关关系，价格受投资需求驱动，且波幅通常较黄金更剧烈。但同时，白银的工业需求在实物需求的占比长期超过40%，具备商品属性，虽然存量规模大，但价格也会受到供需影响，历史上银价也经常与铜等大宗商品显示出相关性。复盘银价历史波动，银价走势受多因素影响，不同时期主导银价走势的因素各不相同。
- ◆ 白银工业需求持续增长。光伏用银需求景气增长，此外在汽车电子元件领域以及消费电子领域白银需求也有望增长。世界白银协会预计2024年白银工业需求有望增长4%，创历史新高。白银珠宝银器需求有望继续增长。印度是全球白银珠宝和银器的主要消费国，2022年占比超过50%，印度经济复苏以及更高纯度的925银的普及有望带动需求增长。
- ◆ 金银比中枢呈现上移趋势。1968年来金银比均值为58.01，2010年来均值为71.78。从需求角度来看，因为黄金具有更强的货币属性，所以被各国央行视作重要储备资产，2010年来央行增持黄金行为对金价形成推力，对应金银比中枢呈现上移的趋势。从供给角度来看，90年代中期以来黄金产量由2200吨增长至3300吨，白银产量由1.4万吨增长至2.7万吨，接近翻倍，矿产白银增速大于黄金，造成金银比中枢上移。目前金银比接近80，处于历史较高水平，中枢回归过程或使得白银具备更大的价格弹性。

图：金银比仍处于历史高位水平



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图：白银、黄金矿产量及比值（吨）



资料来源：世界白银协会，国信证券经济研究所整理

稀土行业分析

稀土价格保持弱势运行

国内指标充裕，海外进口增量

◆ 2024年2月，工信部、自然资源部下达2024年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，指标分别为13.5万吨和12.7万吨。轻稀土与中重稀土开采指标均较2023年全年指标量的50%增长5.9%。在持续增长的需求下，指标保持增长，一定程度上，行业供给由指标调节向市场化调节转向。

行业集中，产量持续增长

◆ 长期以来，稀土产业发展受到高度重视，行业管控不断加强，塑造行业一南一北新格局。供给端高度集中的稀土行业或更有效的统筹稀土资源勘探、开发利用。随着指标增长，国内稀土产品产量持续增长。2024年4月，氧化镨钕产量7849吨，环比小幅增长0.67%，同比增长19.61%。氧化镝产量299吨，环比增长1.36%，同比增长37.79%；氧化铽产量52吨，环比保持不变，同比增长33.33%。钕铁硼产量26,604吨，环比增长1.89%，同比增长48.71%。

稀土价格弱势运行

◆ 目前，行业需求表现相对平淡，而供给指标增量相对充裕，价格弱势运行。截至2024年6月5日，氧化镨钕、氧化镝、氧化铽价格分别为36.4万元/吨、191万元/吨、582.5万元/吨，较5月初分别下跌3.85万元/吨、11万元/吨、75万元/吨。6月，北方稀土集团产品挂牌价格再度下调，氧化镨钕挂牌价为38.48万元/吨，金属镨钕价格为47.8万元/吨，较5月分别下降0.84万元/吨、1万元/吨。中长期，稀土价值有望得到重估。

国内指标充裕，海外进口增量

- ◆ **稀土开采、冶炼分离总量指标持续增长，稀土产业占据绝对优势。**2024年2月，工信部、自然资源部下达2024年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，指标分别为13.5万吨和12.7万吨。轻稀土与中重稀土开采指标均较2023年全年指标量的50%增长5.9%。在持续增长的需求下，指标保持增长，一定程度上，行业供给由指标调节向市场化调节转向。
- ◆ **进口矿全年增量较大。**海外稀土资源丰富，但受制于开采难度以及建设周期，短期难见大幅增量。目前海外供应来源主要包括美国的Mountain Pass，澳大利亚的Mount Weld，缅甸矿，此外老挝矿量正在不断提升。2023年缅甸矿进口恢复，但仍阶段性受缅甸局势影响；美国矿方面，MP Materials公司三季度已实现镨钕氧化物的生产，进口量有所下降。全年缅甸及美国稀土矿进口量折百REO为8.2万吨，同比增长47.4%。

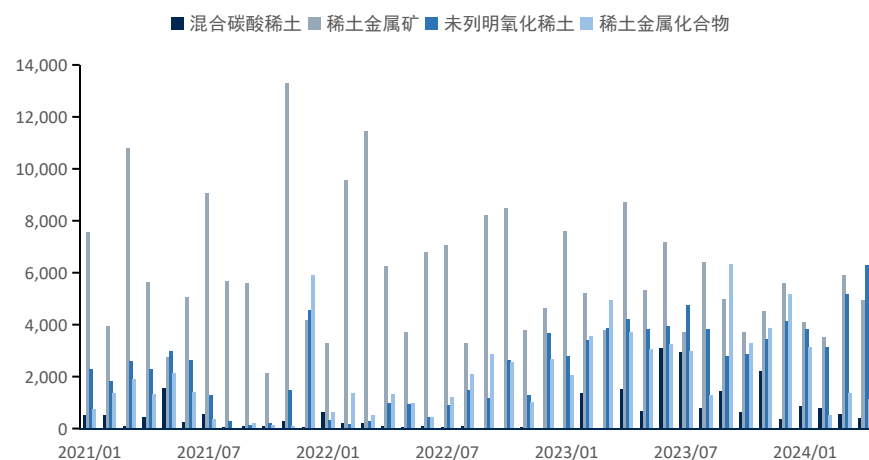
表：稀土矿指标（吨）

稀土矿指标	中国稀土集团有限公司	中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	广东省稀土产业集团有限公司	厦门钨业股份有限公司	合计
2022年第一批					
岩矿型稀土	29100	60210	0	0	89310
离子型稀土	7806	0	1620	2064	11490
合计	36906	60210	1620	2064	100800
2022年第二批					
岩矿型稀土	20100	81440	0	0	101540
离子型稀土	5204	0	1080	1376	7660
合计	25304	81440	1080	1376	109200
2022年					
岩矿型稀土	49200	141650	0	0	190850
离子型稀土	13010	0	2700	3440	19150
合计	62210	141650	2700	3440	210000
2023年第一批					
岩矿型稀土	28114	80943	0	0	109057
离子型稀土	7434	0	1543	1966	10943
合计	35548	80943	1543	1966	120000
2023年第二批					
岩矿型稀土	26086	85707	0	0	111793
离子型稀土	5576	0	1157	1474	8207
合计	31662	85707	1157	1474	120000
2023年第三批					
岩矿型稀土	3000	12000	0	0	15000
离子型稀土		0	0	0	0
合计	3000	12000	0	0	15000
2023年					
岩矿型稀土	57200	178650	0	0	235850
离子型稀土	13010	0	2700	3440	19150
合计	70210	178650	2700	3440	255000
2024年第一批					
岩矿型稀土	30280	94580			124860
离子型稀土	10140	0			10140
合计	40420	94580			135000

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

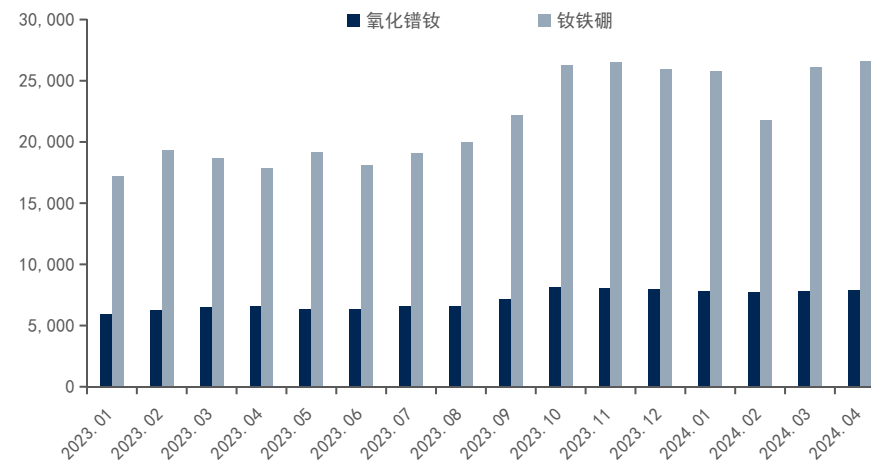
- ◆ **稀土是我国重要的战略金属。**2023年11月3日，国务院常务会议研究推动稀土产业高质量发展有关工作，会议指出，稀土是战略性矿产资源。要统筹稀土资源勘探、开发利用与规范管理，统筹产学研用等各方面力量，积极推动新一代绿色高效采选冶技术研发应用，加大高端稀土新材料攻关和产业化进程，严厉打击非法开采、破坏生态等行为，着力推动稀土产业高端化、智能化、绿色化发展。
- ◆ **行业高度集中，供应有序。**长期以来，稀土产业发展受到高度重视，行业管控不断加强，资源配置愈发合理。2022年至今，中国稀土集团先后与江铜集团、广晟集团、湖南省人民政府、四川省自然资源投资集团、云南省人民政府、厦门钨业展开合作，塑造行业一南一北新格局。供给端高度集中的稀土行业或更有效的统筹稀土资源勘探、开发利用。
- ◆ **国内稀土产品产量持续增长。**2024年4月，氧化镨钕产量7849吨，环比小幅增长0.67%，同比增长19.61%。氧化铈产量299吨，环比增长1.36%，同比增长37.79%；氧化铽产量52吨，环比保持不变，同比增长33.33%。钕铁硼产量26,604吨，环比增长1.89%，同比增长48.71%。

图：稀土进口情况（吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

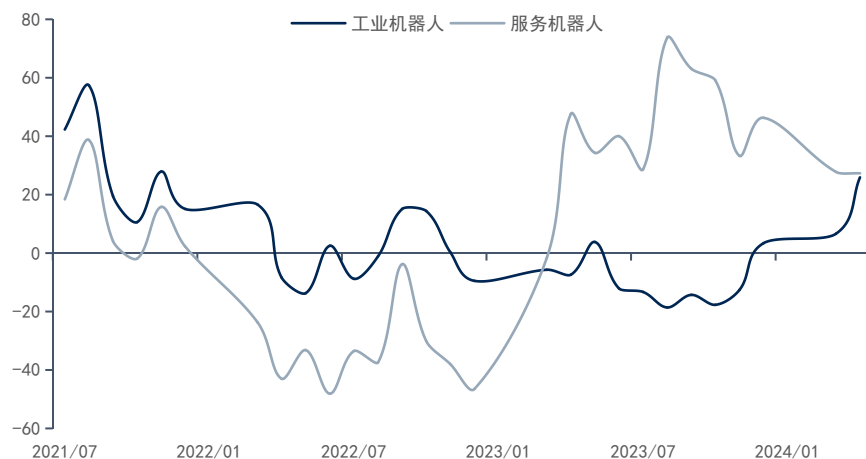
图：氧化镨钕和钕铁硼产量（吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

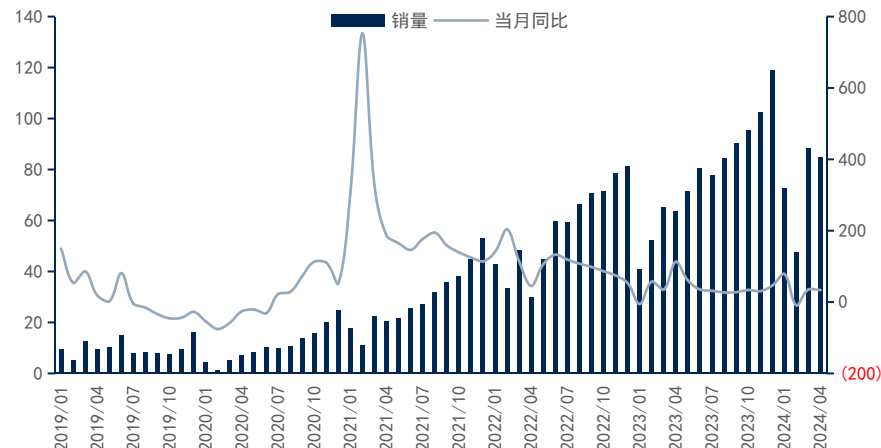
- ◆ **节能降耗导向下, 稀土永磁材料优势突出。** 稀土具有无法取代的优异磁、光、电性能, 对改善产品性能, 被广泛应用于永磁材料、抛光材料、催化材料等领域。其中永磁材料用量占比最大, 增速也最快。用稀土永磁材料制造的电机具有效率高、功率密度高、力矩(转矩)高, 体积小、噪音小、温升小, 稳定性可靠性好等优点。在节能降耗导向下, 材料优势愈发突出。
- ◆ **新能源汽车用稀土需求保持高速增长。** 从中长期来看, 汽车电动化趋势确定, 我国新能源车产销量高速增长。2023年, 我国新能源车销量达949.5万辆, 同比增长37.9%。2024年4月销量为85万辆, 同比增长33.6%。新能源汽车的快速发展带动稀土需求的大幅提升, 新能源车也是目前高性能稀土永磁材料需求增速最快的领域。
- ◆ **人形机器人产业发展加速。** 2023年11月, 工信部发布《人形机器人创新发展指导意见》, 提出到2025年人形机器人创新体系初步建立, 整机产品达到国际先进水平, 并实现批量生产。到2027年, 综合实力达到世界先进水平, 产业加速实现规模化发展, 应用场景更加丰富, 相关产品深度融入实体经济, 成为重要的经济增长新引擎。人形机器人产业加速发展, 未来有望打造稀土磁材需求新的增长点。

图: 机器人当月产量变化 (%)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图: 我国新能源汽车当月销量 (万辆, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

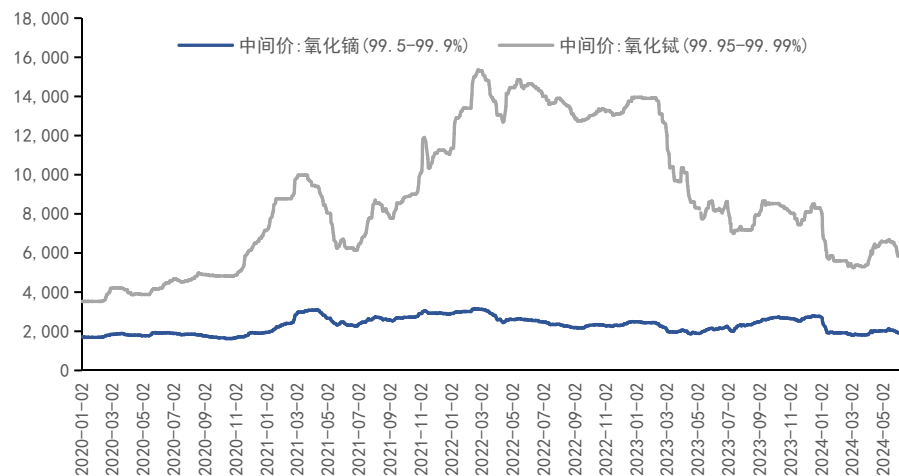
- ◆ **稀土价格下降。**2023年因稀土需求实际表现相对平淡，价格持续下降。到5月初，氧化镨钕价格最低降至43.6万元/吨，废料及独居石原料成本出现倒挂，叠加北方稀土挂牌价仍高于市场价，稀土价格筑底回升，氧化镨钕价格阶段回升至50.4万元/吨，其后价格保持窄幅震荡。第三批指标公布后，镨钕价格再度承压下挫，随着缅甸矿进口量回升，镨钕价格也明显回落。目前，行业需求表现相对平淡，而供给指标增量相对充裕，价格弱势运行。截至2024年6月5日，氧化镨钕、氧化镝、氧化铽价格分别为36.4万元/吨、191万元/吨、582.5万元/吨，较5月初分别下跌3.85万元/吨、11万元/吨、75万元/吨。6月，北方稀土集团产品挂牌价格再度下调，氧化镨钕挂牌价为38.48万元/吨，金属镨钕价格为47.8万元/吨，较5月分别下降0.84万元/吨、1万元/吨。
- ◆ **中长期，稀土价值有望得到重估。**从中长期来看，稀土行业基本面已发生根本性变化，黑稀土出清，供给有序，产业高度集中，稀土开采冶炼严格按照配额管控。而需求方面，用稀土永磁材料制造的电机具有效率高、功率密度高、力矩（转矩）高，体积小、噪音小、温升小，稳定性可靠性好等优点，在节能降耗导向下，材料优势愈发突出。人形机器人产业快速发展，未来有望助推稀土需求。稀土作为战略金属，预期中长期合理价格将充分反映资源的稀缺性以及生态环境损失的合理补偿，价值有望得到重估。

图：氧化镨钕及氧化铈价格（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：氧化镝及氧化铽价格（元/千克）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

推荐组合



推荐组合：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、中国铝业、中国宏桥、天山铝业、神火股份、云铝股份、中金黄金、兴业银锡。

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	优于大市	17.6	4,511.8	0.80	0.95	1.18	22.0	18.5	14.9	3.2	600282.SH	南钢股份	优于大市	5.0	310.7	0.34	0.39	0.41	14.6	12.9	12.3	0.9
603993.SH	洛阳钼业	优于大市	8.3	1,718.5	0.38	0.47	0.52	21.8	17.6	15.9	2.1	600988.SH	赤峰黄金	优于大市	18.1	300.8	0.49	0.86	1.06	36.9	21.0	17.1	4.1
601600.SH	中国铝业	优于大市	7.9	1,249.5	0.39	0.50	0.60	20.3	15.9	13.2	1.7	600497.SH	驰宏锌锗	优于大市	5.7	291.7	0.28	0.40	0.41	20.4	14.3	14.0	1.6
600547.SH	山东黄金	优于大市	29.1	1,186.5	0.42	0.89	1.25	69.3	32.7	23.3	4.3	000878.SZ	云南铜业	优于大市	13.3	266.5	0.90	1.01	1.15	14.8	13.2	11.6	1.6
1378.HK	中国宏桥	优于大市	11.7	1,110.9	0.86	1.11	1.15	13.7	10.6	10.2	0.7	000960.SZ	锡业股份	优于大市	15.8	260.2	0.86	1.42	1.54	18.5	11.1	10.3	1.3
000708.SZ	中信特钢	优于大市	15.0	755.1	1.13	1.26	1.41	13.2	11.9	10.6	1.9	000426.SZ	兴业银锡	优于大市	14.1	258.3	0.53	0.86	0.91	26.6	16.3	15.5	2.7
600489.SH	中金黄金	优于大市	14.5	701.4	0.61	0.75	0.83	23.7	19.3	17.4	1.9	002756.SZ	永兴材料	优于大市	44.1	238.0	6.33	3.07	3.59	7.0	14.4	12.3	2.2
002460.SZ	赣锋锂业	优于大市	33.1	610.8	2.46	2.20	2.92	13.4	15.0	11.3	1.8	002738.SZ	中矿资源	优于大市	30.5	222.8	3.15	2.14	2.59	9.7	14.3	11.8	2.3
002466.SZ	天齐锂业	优于大市	35.8	571.8	4.45	2.76	3.23	8.0	13.0	11.1	1.7	000060.SZ	中金岭南	优于大市	4.6	170.4	0.18	0.38	0.61	25.3	12.0	7.5	1.3
000807.SZ	云铝股份	优于大市	14.9	517.4	1.14	1.18	1.27	13.1	12.6	11.7	1.7	601677.SH	明泰铝业	优于大市	12.3	153.0	1.31	2.05	2.30	9.4	6.0	5.3	0.9
000933.SZ	神火股份	优于大市	23.3	523.5	2.65	2.80	2.84	8.8	8.3	8.2	2.1	002240.SZ	盛新锂能	优于大市	15.4	141.4	0.77	0.99	1.08	19.9	15.5	14.2	1.6
000975.SZ	银泰黄金	优于大市	18.6	515.1	0.51	0.65	0.79	36.2	28.5	23.5	3.7	601137.SH	博威合金	优于大市	16.8	131.4	1.43	1.91	2.26	11.7	8.8	7.4	1.8
000630.SZ	铜陵有色	优于大市	3.8	487.4	0.21	0.31	0.41	18.1	12.3	9.3	1.3	002182.SZ	宝武镁业	优于大市	18.4	130.6	0.46	1.29	1.92	40.1	14.3	9.6	2.7
601168.SH	西部矿业	优于大市	18.5	440.1	1.17	1.40	1.65	15.8	13.2	11.2	2.3	300811.SZ	铂科新材	优于大市	57.3	114.6	1.29	1.79	2.38	44.4	32.0	24.1	5.8
002532.SZ	天山铝业	优于大市	8.1	375.9	0.48	0.70	0.75	16.8	11.5	10.8	1.2	600595.SH	中孚实业	优于大市	2.8	113.5	0.29	0.37	0.46	9.8	7.6	6.2	1.1
000932.SZ	华菱钢铁	优于大市	5.1	348.9	0.74	0.78	0.83	6.9	6.5	6.1	0.7	603876.SH	鼎胜新材	优于大市	9.6	85.3	0.61	0.60	0.72	15.7	16.0	13.3	1.8
603979.SH	金诚信	优于大市	53.8	331.9	1.71	2.94	3.99	31.4	18.3	13.5	3.4	002540.SZ	亚太科技	优于大市	5.5	68.6	0.46	0.58	0.72	11.9	9.5	7.6	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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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