

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

# 坚定主线，拾级而上

## ——有色金属行业半年度策略报告

有色与新材料 强于大市（维持）

平安证券研究所

分析师：陈潇榕 S1060523110001（证券投资咨询）

邮箱：chenxiaorong186@pingan.com.cn

研究助理：马书蕾 S1060122070024（一般从业资格）

邮箱：mashulei362@pingan.com.cn

2024年06月21日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券



## 核心摘要

- **黄金：美元信用走弱仍为长期定价逻辑。**疫后美联储扩表导致债务规模攀升，财政赤字恶化，美元信用长期面临减弱，全球货币体系或正经历长期重建过程，全球央行购金步伐或将持续。2024年一季度美国GDP环比折年率1.3%，较去年四季度的3.4%明显回落。随着疫后美国财政扩张带来的增长驱动减退，叠加长期美国减赤控债压力偏高，美国增长仍将进入回落周期。预计年内降息落地渐进，黄金降息交易仍将持续。
- **白银：工业需求与金融属性共振，银价弹性可期。**2023年全球白银供应3.14万吨，同比降低0.5%。矿产弹性有限叠加再生增速缓慢，预计未来白银供应难现大规模增长。2021年以来，全球白银需求规模中枢呈现显著提升，工业需求同比增长11%以上。全球白银库存自23年以来出现持续下滑，目前降至近年来较低水平，未来白银需求有望维持高增态势，缺口扩大趋势下金银比有望向下修复，银价中枢或将进一步提升。
- **铜：铜供应长期弹性收缩趋势不变。**2024年全球前十大矿企产量计划合计1002万吨，较2023年微增0.4%。加工费方面，上半年铜矿TC续跌，当前处于负加工费水平，全球铜矿供应弹性收缩趋势渐显。需求方面，国内新能源领域高景气持续，仍将为铜需求核心增长极。政策发力下地产链有望逐步回暖，竣工端预计边际改善。海外方面，美国补库周期或将开启，海外需求有望加速提振。全球精铜供需或持续收紧。
- **铝：节能降碳助力供应结构加速优化。**2023年底国内合规指标建成产能逼近天花板。新能源领域需求推动下，光伏及汽车用铝有望维持快速增长。预计全球电解铝维持短缺格局。《2024—2025年节能降碳行动方案》推动电解铝供给侧格局改善，未来高能耗、落后产能电解铝产能或加速出清，头部产能及产业链一体化产能的规模优势及成本优势有望加速凸显。
- **投资建议：**我们认为随着二季度金属基本面格局边际改善，基本面支撑逐步夯实，下半年金属价格有望进一步抬升。持续看好贵金属和工业金属长期价格中枢抬升。建议关注成本优势突出，未来几年内享有量增的各赛道龙头：紫金矿业、洛阳钼业、山东黄金、神火股份、云铝股份。
- **风险提示：**1) 需求低迷风险。2) 供应释放节奏大幅加快。3) 替代技术和产品出现。



# 目录CONTENTS

---

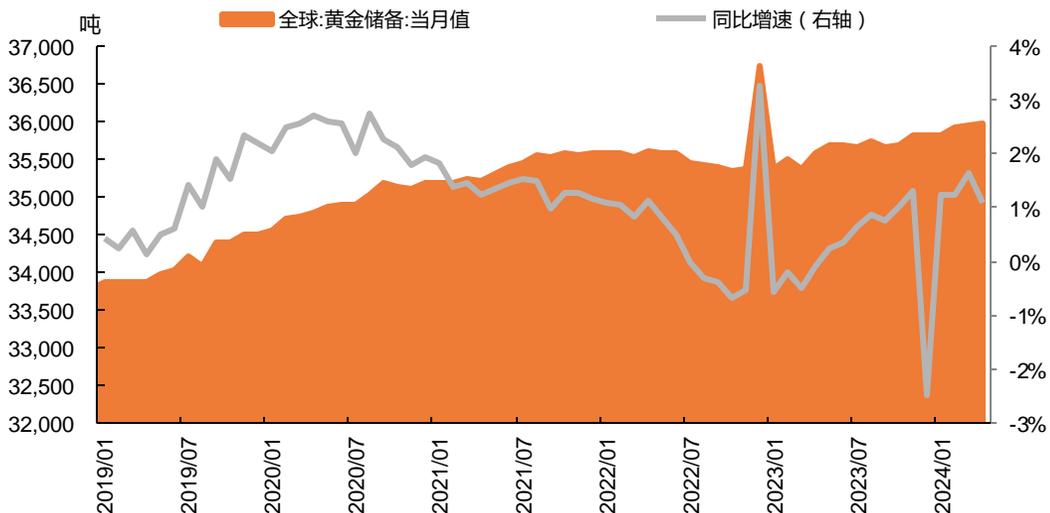
- ① 黄金：美元信用走弱仍为长期定价逻辑
- ② 白银：工业需求与金融属性共振，银价弹性可期
- ③ 铜：铜供应长期弹性收缩趋势不变
- ④ 铝：节能降碳助力供应结构加速优化
- ⑤ 投资建议及风险提示



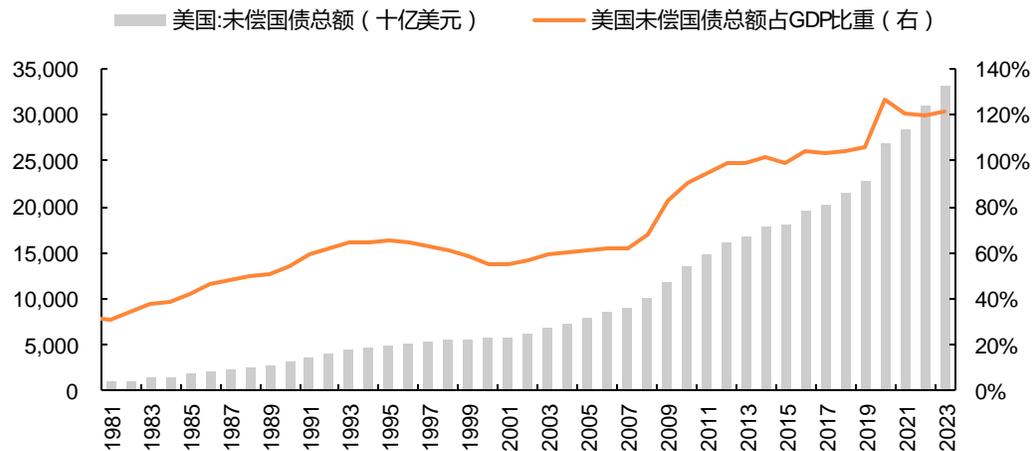
# 黄金：美元信用走弱仍为长期定价逻辑

■ 美元信用长期减弱，各国黄金储备预计持续抬升。疫后美联储扩表导致债务规模攀升，财政赤字恶化，美元信用长期面临减弱，去法币化趋势逐步凸显。此背景下，全球央行购金步伐持续，2024年Q1，全球央行购金规模同比增长0.7%，环比增长26.3%。长期来看，全球货币体系或正经历长期重建过程，黄金作为底层储备，各国央行配置需求有望持续抬升。

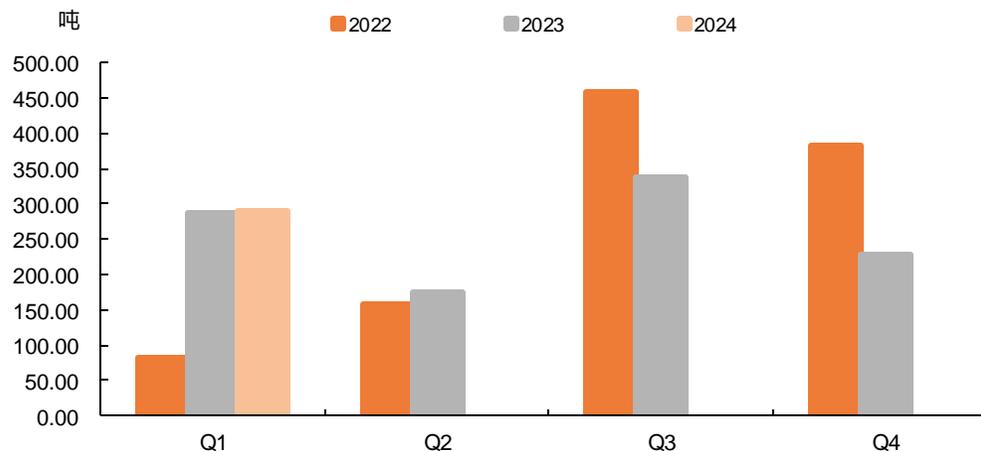
### 全球黄金储备及同比增速



### 美国未偿国债总额及GDP占比



### 全球央行购金规模



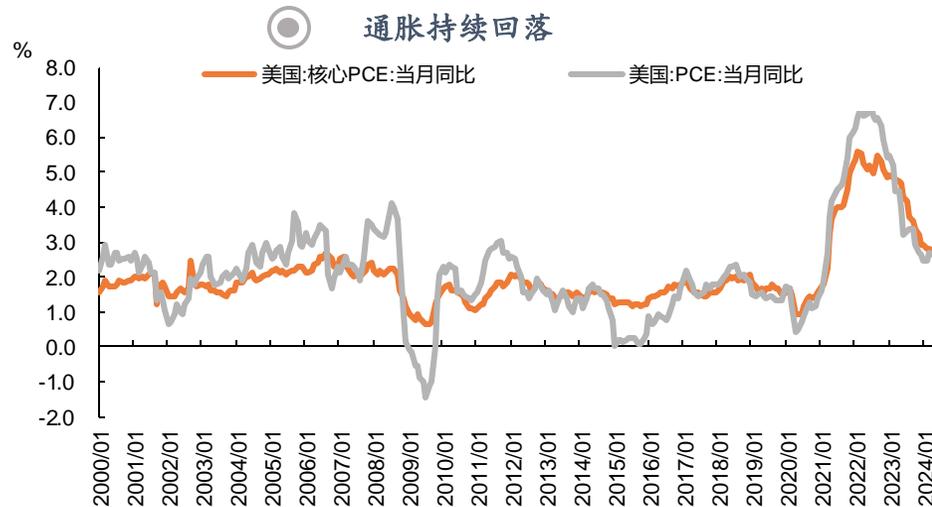
资料来源：Wind，平安证券研究所



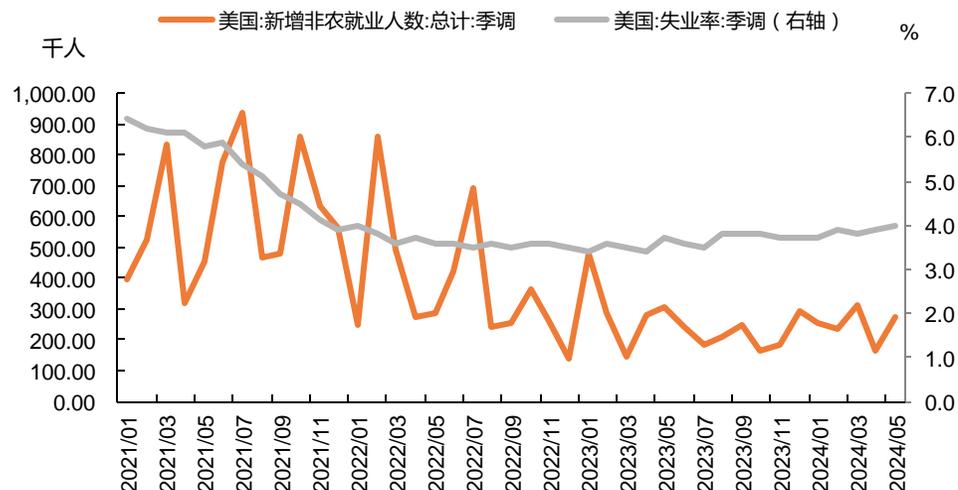
# 黄金：美国经济弱势显现，降息落地或渐进

■ 美国各维度经济数据走弱，降息阻碍逐步消退。2024年一季度美国GDP环比折年率1.3%，较去年四季度的3.4%明显回落。就业方面来看，5月失业率上升至4%，虽5月新增非农偏强，但随着疫后美国财政扩张带来的增长驱动减退，叠加长期美国减赤控债压力偏高，美国增长预计仍将进入回落周期。4月美国核心PCE 2.75%，环比走低，2024年以来通胀表现略显粘性，但中枢整体呈下行态势。美国经济弱势显现叠加通胀中枢回落，预计年内降息落地渐进，黄金降息交易仍将持续。

● 一季度美国GDP走弱



● 失业率维持高位



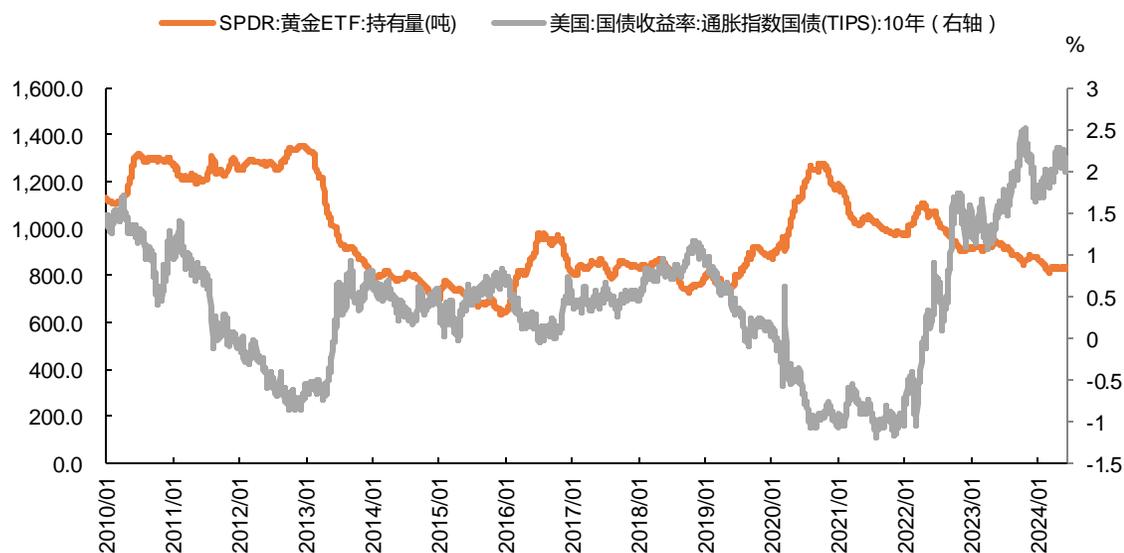
资料来源：Wind，平安证券研究所



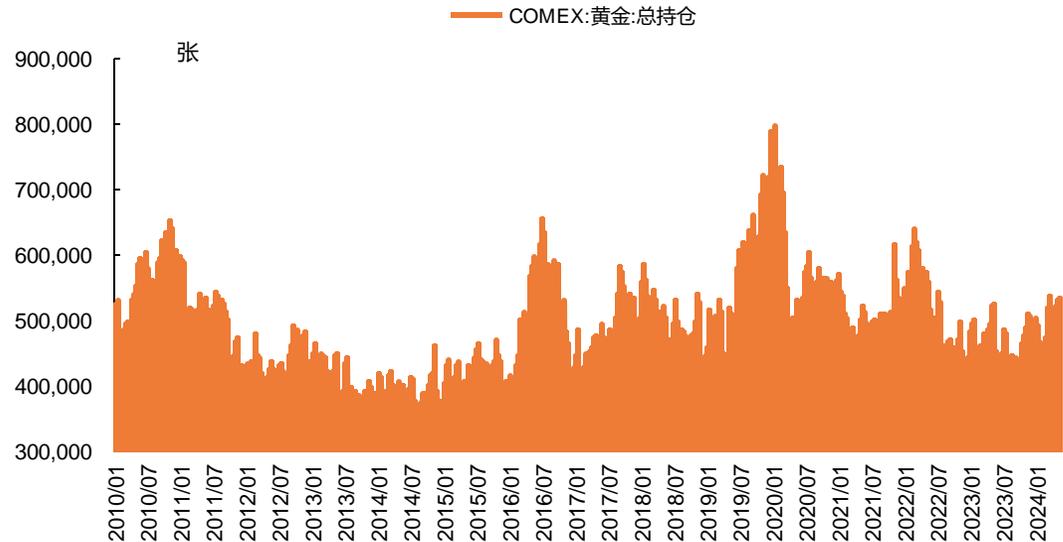
## 黄金：低持仓水平下，降息交易有望带来H2金价新驱动

- 本轮金价大幅上涨主要受各国央行购金驱动，主要黄金交易市场持仓均未见明显上行。全球最大黄金ETF SPDR持仓持续下降，历史表现来看，SPDR黄金ETF与美国实际利率呈现较好的负相关性，随着美国经济走弱态势显现，美联储降息渐进，利率下行有望在中期内驱动黄金实际利率框架再次切换为核心定价逻辑。低持仓水平下，SPDR黄金ETF等有望成为中期金价上行的新驱动。

SPDR黄金ETF持仓



COMEX金持仓





## 目录CONTENTS

---

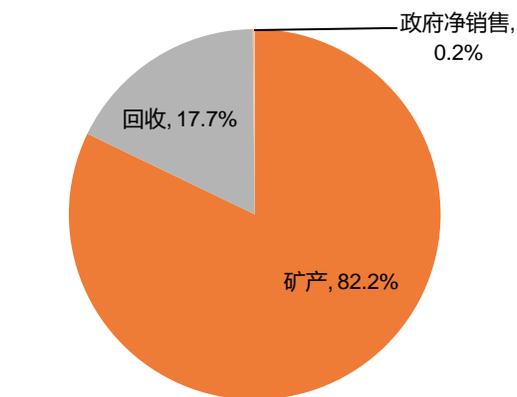
- ◎ 黄金：美元信用走弱仍为长期定价逻辑
- ◎ 白银：工业需求与金融属性共振，银价弹性可期
- ◎ 铜：铜供应长期弹性收缩趋势不变
- ◎ 铝：节能降碳助力供应结构加速优化
- ◎ 投资建议及风险提示



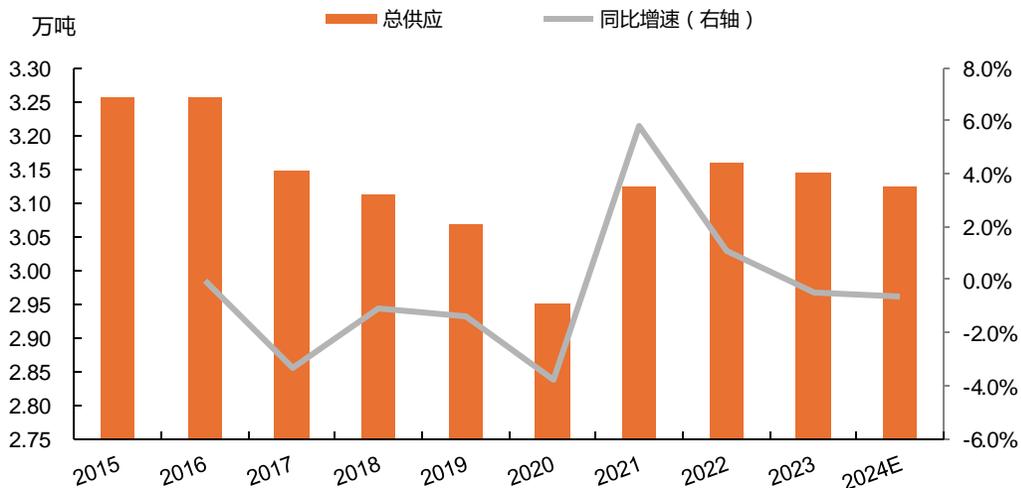
# 白银：矿产弹性有限，供应难现大规模增长

- 全球白银产量弹性较小，供应仍以矿产银为主。2023年全球白银供应3.14万吨，较2022年同比降低0.5%。白银供应以矿产银为主，2023年矿产银供应占比超80%。矿产银主要以铅锌伴生、金伴生以及铜伴生为主，2023年矿银产量下滑主要由于铅锌矿副产品产量下降。
- 矿产弹性有限叠加再生增速缓慢，预计未来白银供应难现大规模增长。23年以来秘鲁部分矿产停产，铅锌矿品位下降，叠加回收银增速同步放缓，预计未来白银供应难现大规模增长。

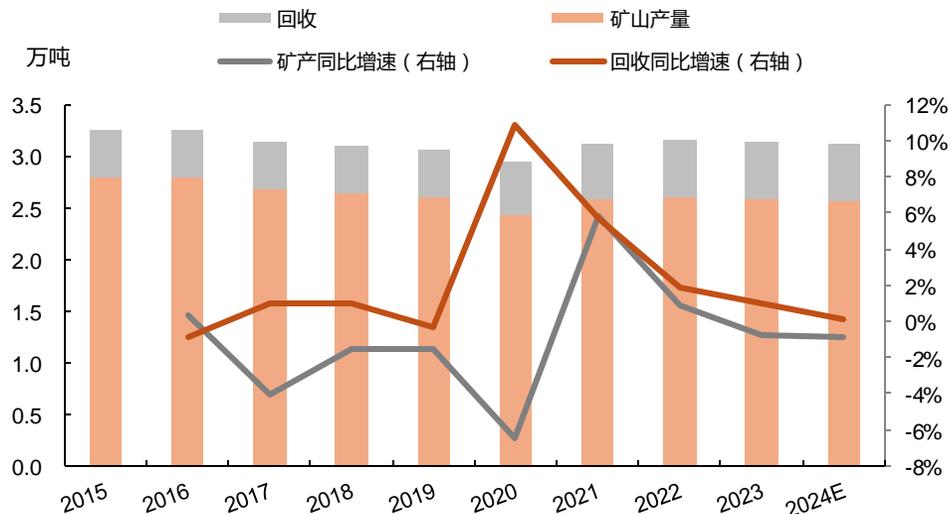
2023年全球白银供应结构



全球白银供应变化



矿产银及回收银供应及同比变动



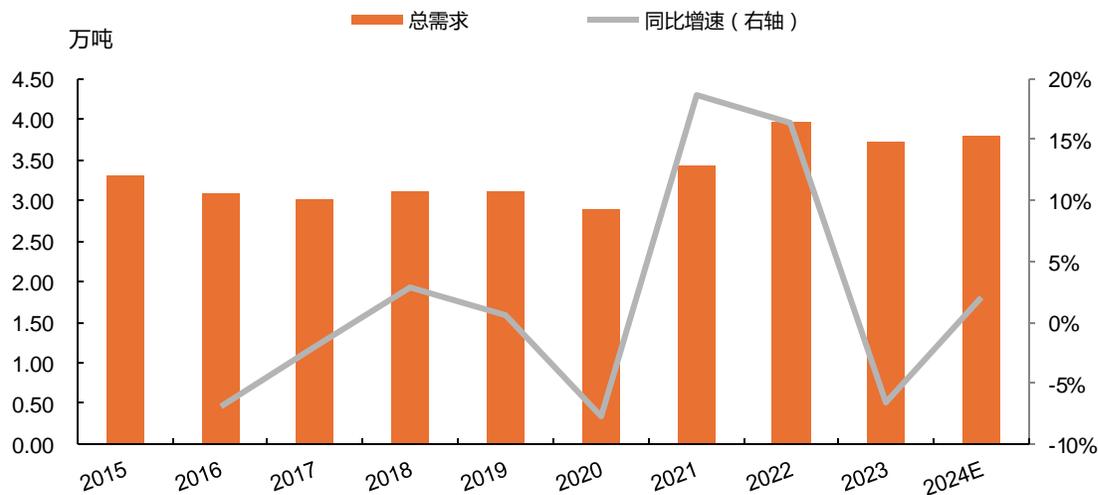
资料来源：世界白银协会，平安证券研究所



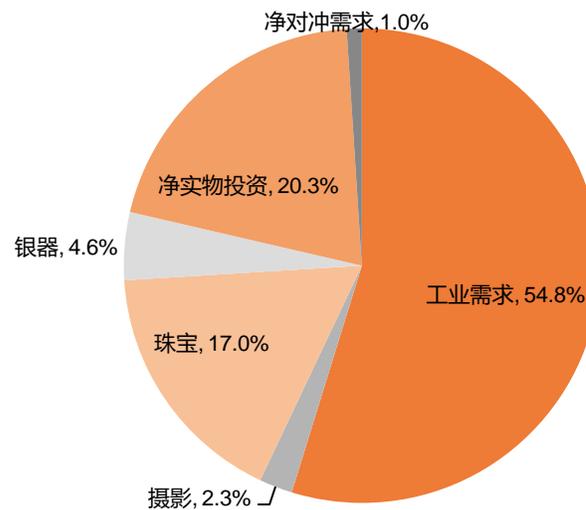
## 白银：工业需求为核心增长极

- 2021年以来，全球白银需求规模中枢呈现显著提升，2023年白银需求达3.72万吨，同比下降约6.6%，实物投资、珠宝和银器等价格敏感行业需求下降幅度较大，工业需求仍维持高增，同比增长11%以上。
- 结构上来看，工业需求已成为第一大需求领域，2023年需求占比近55%，此外实物投资占比20%，为第二大需求领域，珠宝需求占比约17%。随着光伏等领域带动的工业需求逐步释放，预计工业需求占比将进一步提升。

全球白银需求规模及同比增速



2023年全球白银需求结构

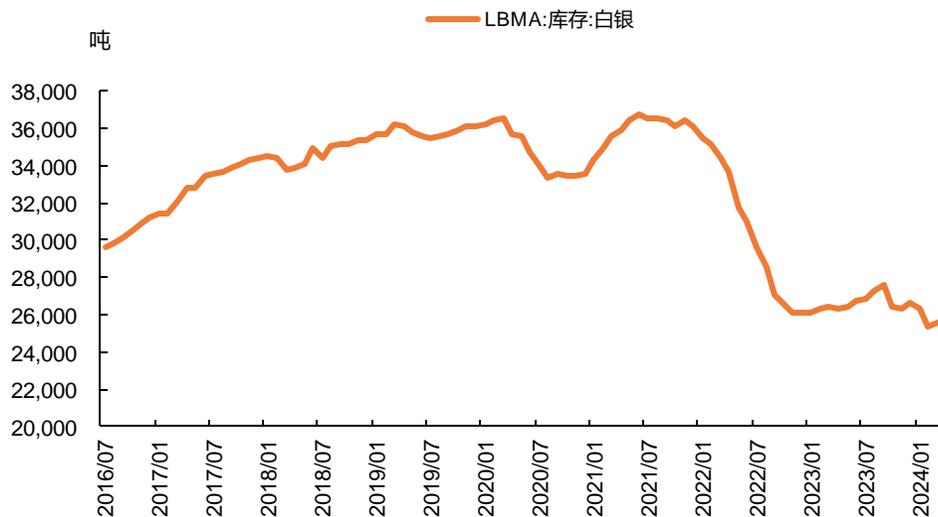




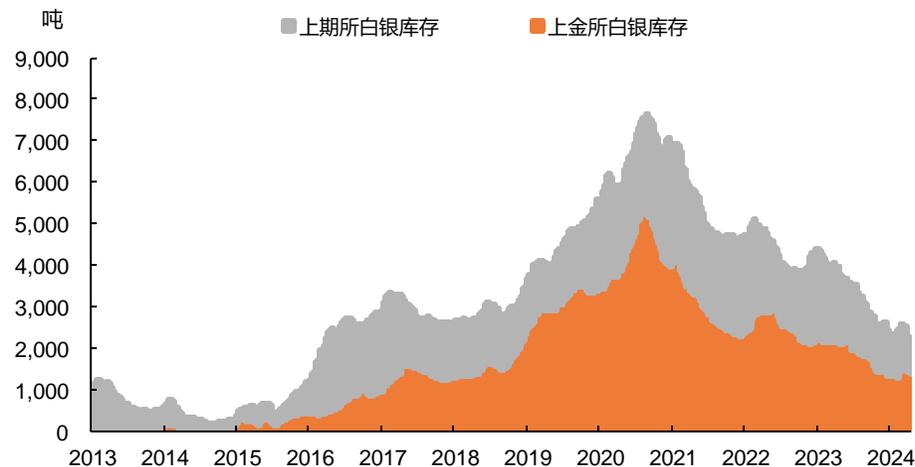
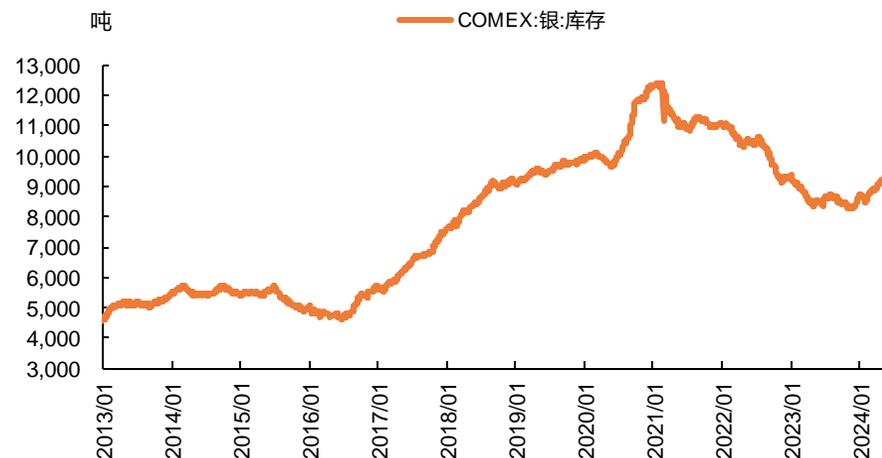
## 白银：需求维持高增，去库趋势或持续

- 全球白银交易所库存主要包括LBMA库存、COMEX库存与上期所、上金所库存。其中LBMA是全球主要的白银现货市场，白银库存水平远高于COMEX与国内交易所。趋势上来看，各交易所白银库存自23年以来出现持续下滑，目前均已降至近年来较低水平。随着工业需求持续复苏，预计白银库存或仍将持续去库态势。

LBMA白银库存



COMEX银库存及国内交易所库存



## 白银：全球白银预计将呈持续收紧态势

- 全球白银预计将呈持续收紧态势。结构上来看，2021年之后白银工业需求以及投资需求规模显著抬升，带动白银总需求增长。2020-2023全球白银总需求规模CAGR达8.8%。供应端表现相对刚性，白银总体呈紧缺态势。光伏需求带动下预计白银消费规模仍呈稳步提升态势。实物投资需求有望在白银金融属性逐步凸显的背景下持续释放，民间珠宝消费或有望受到同步提振，全球白银预计将呈持续收紧态势。

白银全球平衡表

万吨	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
矿山产量	2.79	2.80	2.69	2.65	2.60	2.44	2.58	2.60	2.58	2.56
再生产量	0.46	0.45	0.46	0.46	0.46	0.51	0.54	0.55	0.56	0.56
<b>供应合计</b>	<b>3.26</b>	<b>3.26</b>	<b>3.15</b>	<b>3.11</b>	<b>3.07</b>	<b>2.95</b>	<b>3.12</b>	<b>3.16</b>	<b>3.14</b>	<b>3.12</b>
工业需求	1.42	1.52	1.64	1.63	1.63	1.59	1.75	1.83	2.04	2.21
实物投资需求	0.63	0.59	0.61	0.63	0.63	0.47	0.57	0.73	0.63	0.66
珠宝	0.96	0.66	0.48	0.52	0.58	0.65	0.88	1.05	0.76	0.66
其他	0.30	0.31	0.29	0.33	0.29	0.18	0.22	0.37	0.29	0.26
<b>需求合计</b>	<b>3.31</b>	<b>3.08</b>	<b>3.02</b>	<b>3.11</b>	<b>3.12</b>	<b>2.88</b>	<b>3.42</b>	<b>3.98</b>	<b>3.72</b>	<b>3.79</b>
<b>供需缺口</b>	<b>-0.06</b>	<b>0.17</b>	<b>0.13</b>	<b>0.00</b>	<b>-0.06</b>	<b>0.07</b>	<b>-0.30</b>	<b>-0.82</b>	<b>-0.57</b>	<b>-0.67</b>

资料来源：世界白银协会, 平安证券研究所



## 目录CONTENTS

---

- ◎ 黄金：美元信用走弱仍为长期定价逻辑
- ◎ 白银：工业需求与金融属性共振，银价弹性可期
- ◎ 铜：铜供应长期弹性收缩趋势不变
- ◎ 铝：节能降碳助力供应结构加速优化
- ◎ 投资建议及风险提示



# 铜：矿端弹性收缩趋势渐显

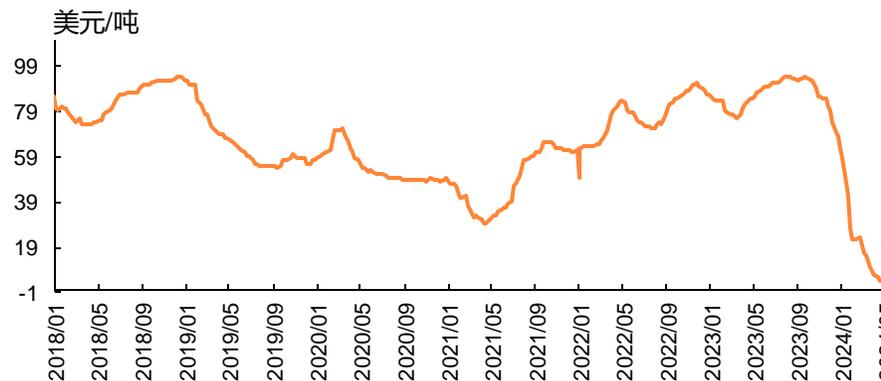
■ 2024年全球前十大矿企产量计划合计1002万吨，较2023年微增0.4%。其中除了第一量子的cobre项目仍待复产外，自由港（北美地区）、Code lco、嘉能可、英美资源、Antofagasta等公司均不同程度受到品位下滑的拖累，智利整体铜产量2024年以来现持续走低。加工费方面，上半年铜矿TC续跌，全球铜矿供应弹性收缩趋势渐显。

前十大铜矿企业产量

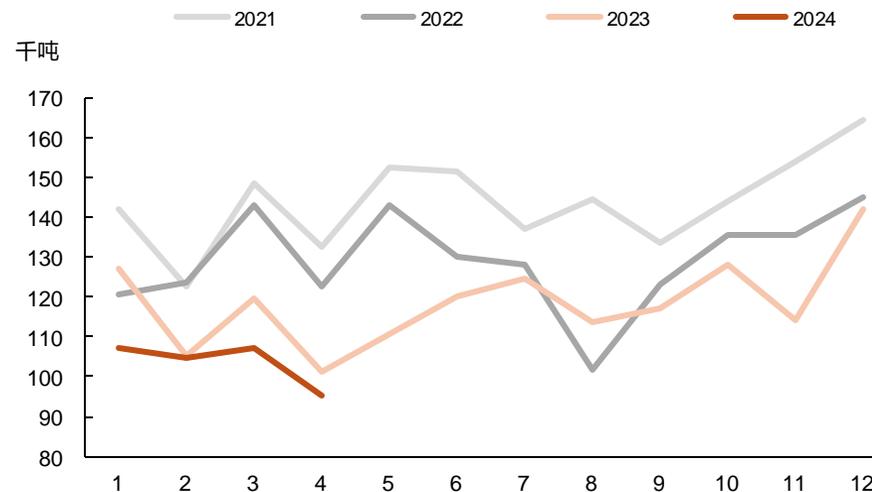
万吨	2020	2021	2022	2023	2024E
智利国家铜业	162	162	144	133	136
第一量子	78	82	78	71	40
自由港	147	176	193	191	188
南方铜业	100	96	89	91	95
嘉能可	126	120	106	101	98
必和必拓	172	164	157	171	182
泰克	28	29	27	30	50
力拓	53	49	61	62	69
英美资源	65	65	66	83	76
安托法加斯塔	73	72	65	66	69
合计	1004	1013	986	998	1002

资料来源：各公司公告，SMM，平安证券研究所

铜矿加工费持续走低



智利铜产量持续走低

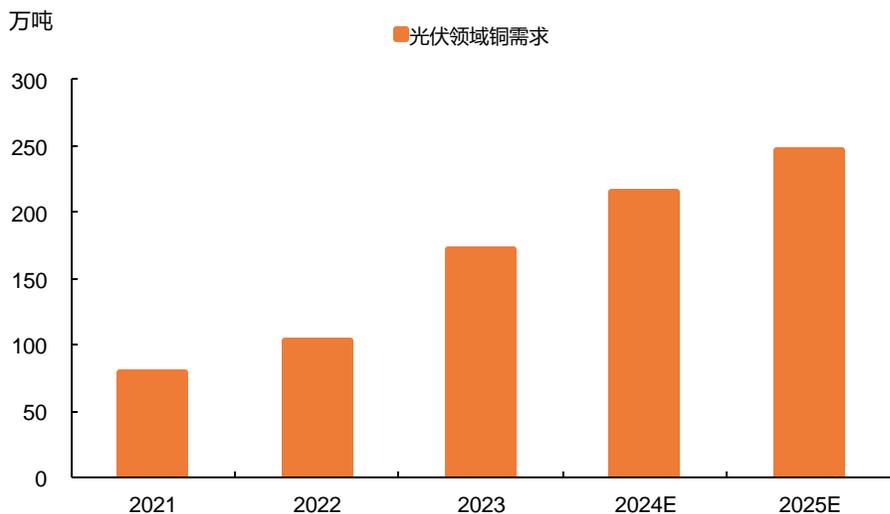




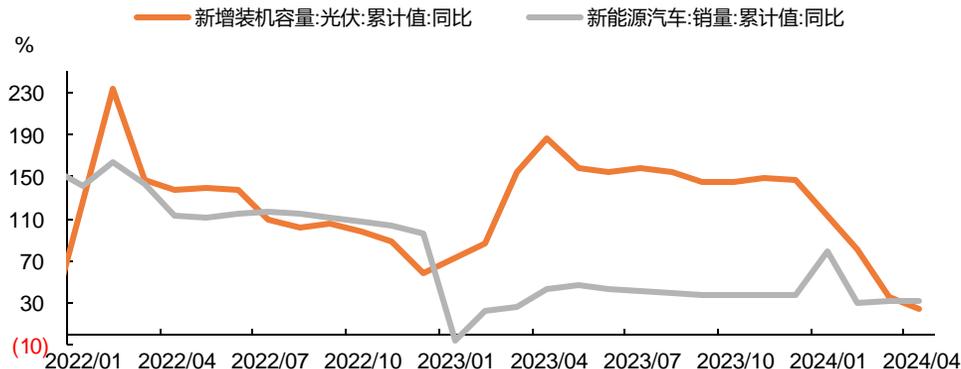
# 铜：新能源领域高景气持续

■ 新能源领域高景气持续，仍将为铜需求核心增长极。近年来国内铜需求结构逐步调整，以光伏及新能源汽车为代表的新能源终端领域需求量加速增长。2024年以来光伏高景气度持续，据CPIA，1-4月光伏新增装机60.11GW，同比增长24.4%。1-4月新能源汽车销量累计同比达32.3%。预计新能源领域铜需求仍维持较高增长态势。

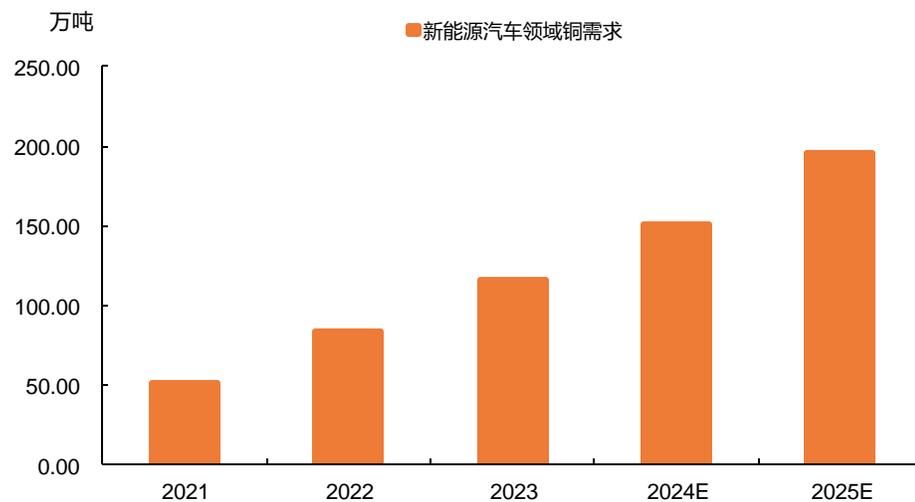
### 光伏铜需求测算



### 光伏装机及新能源汽车销量累计同比



### 新能源铜需求测算



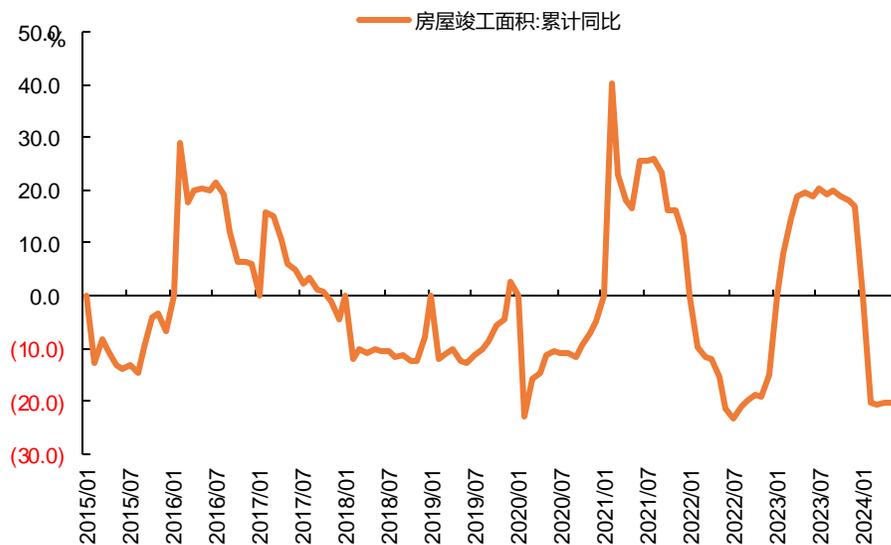
资料来源：Wind，平安证券研究所



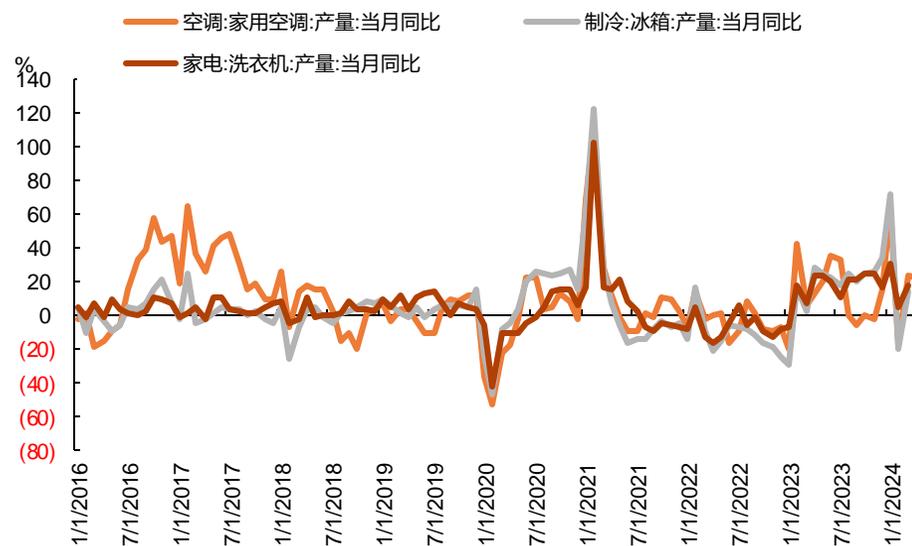
## 铜：地产链有望逐步回暖，家电产量高增

- 政策发力下地产链有望逐步回暖，竣工端预计边际改善。铜主要用于地产竣工端，2024年5月竣工面积累计同比-20.1%，环比跌幅收窄。上半年以来地产政策持续发力，竣工端有望企稳回升，建筑领域铜消费或迎来边际改善。
- 家电产量高增，提振传统领域铜需求。2024年以来家电产量持续高增。4月空调累计同比超20%；一季度冰箱累计同比16.8%，洗衣机累计同比17.62%。后续来看，家电以旧换新政策下更新需求逐步强化，内需景气度有望持续，海外补库周期下出口有望维持高增。家电领域有望持续拉动需求提升。

● 房地产竣工面积累计同比



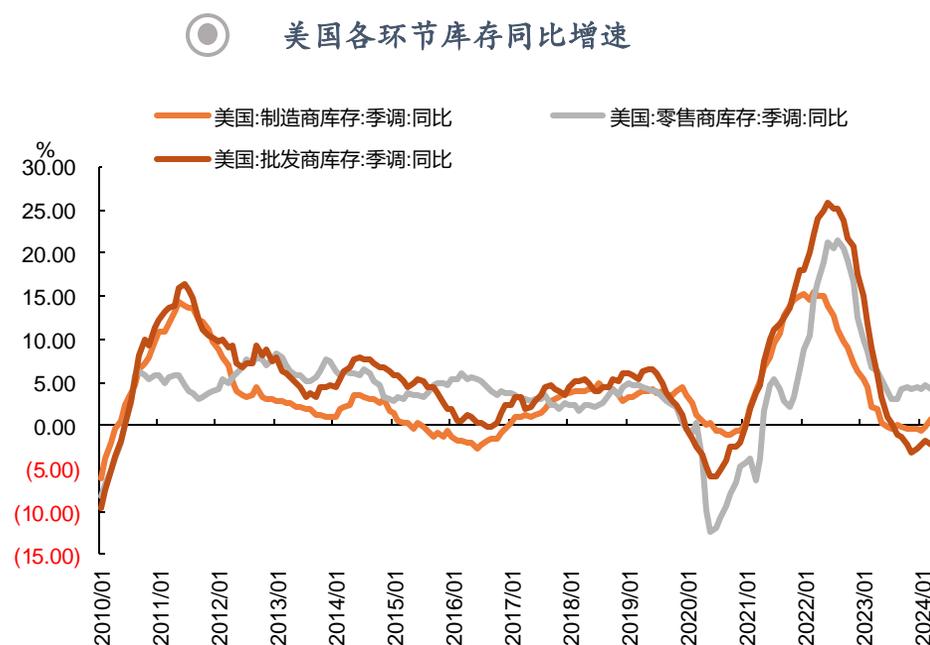
● 家电产量同比高增





## 铜：全球PMI筑底回升，海外补库周期渐进

- 2024年以来全球PMI逐步上行。2024年开年全球制造业PMI向上突破荣枯线，4月录得为50.3%，全球制造业景气度持续回升。海外主要经济体制造业PMI上半年现稳中向好态势。美国1-5月制造业PMI较23年Q4整体回升；欧元区制造业PMI 5月达47.3%，环比提升1.6个百分点。
- 美国补库周期或将开启，海外需求有望加速提振。23年下半年以来美国各环节库存水平同比增速均处于低位，从2024年上半年数据表现来看，批发商以及零售商库存筑底企稳，制造商名义库存增速3月达0.69%，自2023年下半年以来首次实现正增，补库拐点显现，美国补库周期或逐步开启，海外精铜需求有望同步提振。



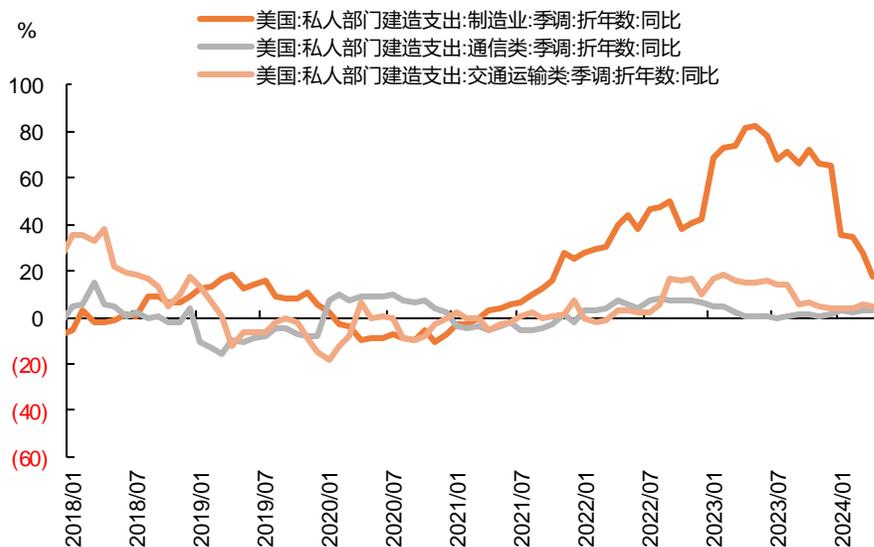
资料来源：Wind, 平安证券研究所



## 铜：美国制造业建造支出高增，铜材出口亮眼

- **美国私人部门建造支出高增。**全球供应链重塑背景下，美国近年来通过多个财政刺激法案以吸引中长期制造业回流，进一步提升其产业链安全性。在此基础上，美国私人部门建造支出近年来实现高速增长，其中制造业支出增长最为显著。在2023年全年高基数基础上，2024年一季度仍维持25%以上增长。
- **我国铜材出口表现亮眼。**铜材维度来看，2024年以来我国铜材出口增速维持较高水平，月增速维持10%以上，4月出口增速达16.6%。一定程度上印证海外需求正处于加速回暖趋势。

美国私人部门建造支出



中国铜材出口增速

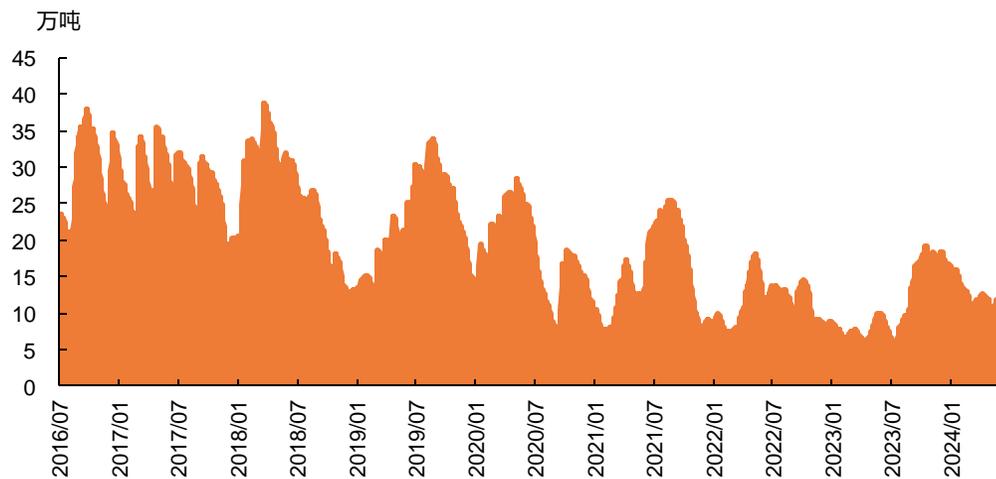




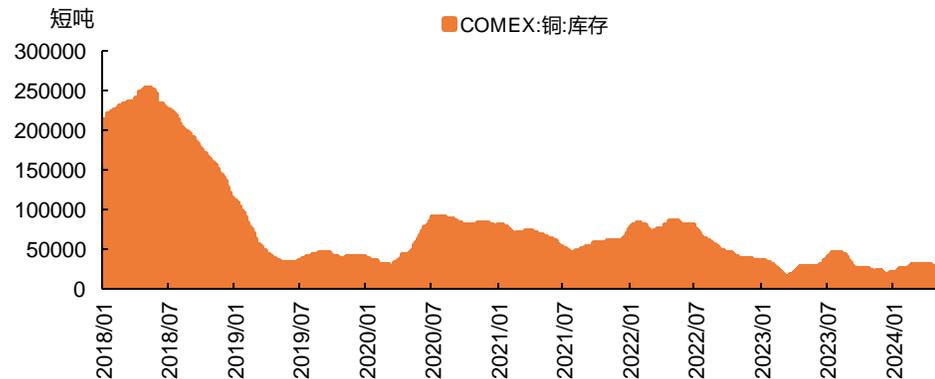
## 铜：海外库存持续低位

■ 海外库存持续走低，国内库存或迎拐点。上半年LME以及COMEX铜库存总体呈现去库态势，当前库存已至历史较低水平，COMEX在极低库存下现逼仓行情，海外精铜需求总体向好。国内中游加工端短期调整补库节奏，铜社会库存二季度现反季节性累库表现。随着终端需求持续向好，中游原料及成品库存逐步去化，精铜需求有望加速向上传导，国内库存预计将迎来拐点。

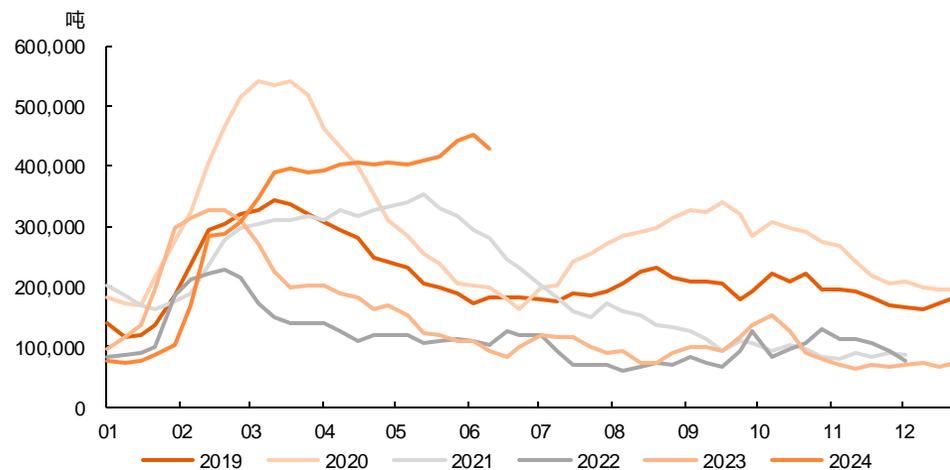
● LME铜库存



● COMEX铜库存



● 国内铜社会库存





## 铜：全球精铜供需或持续收紧

- 随着国内宏观政策持续发力，经济稳步复苏，新兴国家工业化加速，全球用铜量有望保持高速增长；供应端则在中长期内受原料弹性限制，预计供应增量呈逐步下滑态势，全球精铜供需格局有望逐步扭转。



全球精铜平衡表

全球铜平衡（万吨）	供应	需求	平衡
2021	2413.00	2415.00	-2.00
2022	2465.00	2490.13	-25.13
2023	2580.00	2567.59	12.41
2024E	2635.00	2643.21	-8.21
2025E	2685.00	2722.50	-37.50



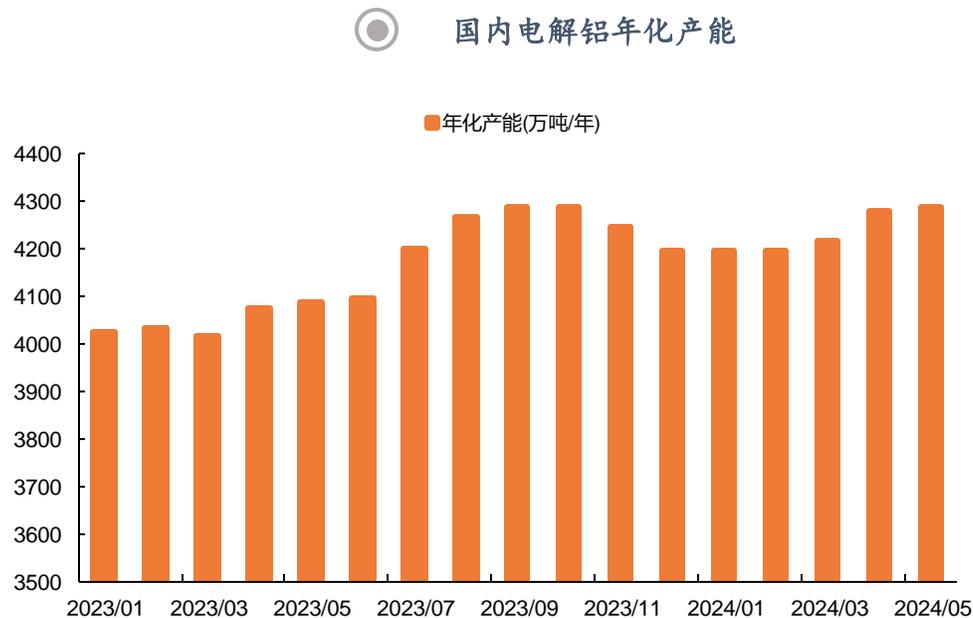
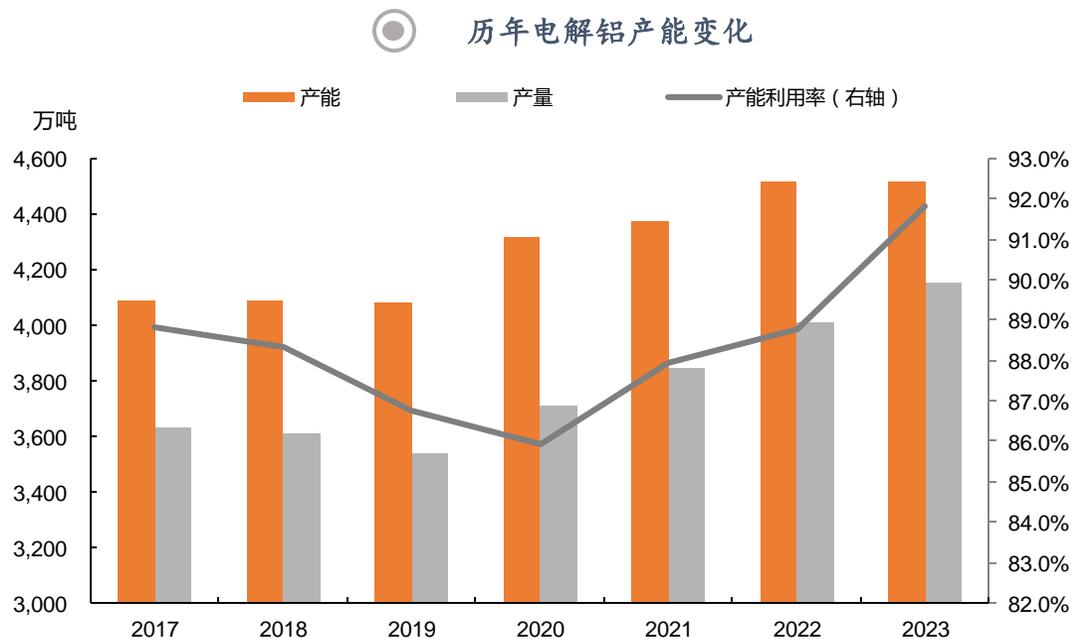
## 目录CONTENTS

---

- ◎ 黄金：美元信用走弱仍为长期定价逻辑
- ◎ 白银：工业需求与金融属性共振，银价弹性可期
- ◎ 铜：铜供应长期弹性收缩趋势不变
- ◎ 铝：节能降碳助力供应结构加速优化
- ◎ 投资建议及风险提示

## 铝：供应约束或将收紧

- **电解铝产能天花板渐进。**2017年供给侧改革以来，电解铝新增产能主要以产能转移及存留指标建设为主，随着近年来新增产能逐步落地，国内电解铝合规指标建成产能逐步逼近天花板。
- **电力供应波动频繁，产能利用率或难大幅提升。**2023年国内电解铝产能利用率约92%，近年来有所提升。电解铝生产能耗较高，受电力不稳定性特征影响，运行产能基本较难达到建成产能水平，产能天花板叠加电力供应波动影响，未来国内电解铝产量增速或逐步放缓，供应弹性持续走弱。





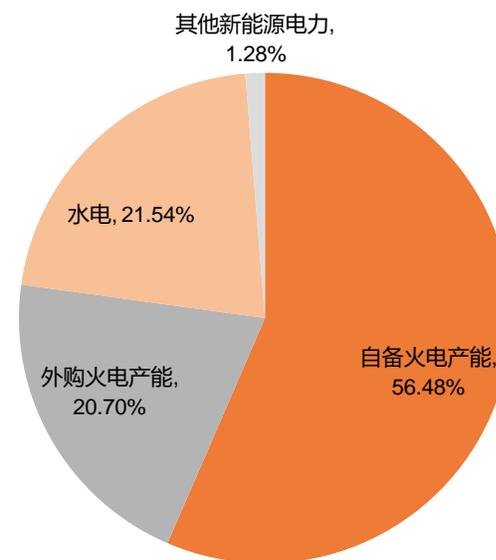
## 铝：节能降碳助力供应结构加速优化

- **节能降碳推进，头部产能优势有望加速凸显。**《2024—2025年节能降碳行动方案》从严格新增准入，优化现有产能布局、以及推进节能降碳改造三方面推动电解铝供给侧格局改善。未来高能耗、落后产能电解铝产能或加速出清，行业集中度逐步提升，头部产能及产业链一体化产能的规模优势及成本优势有望加速凸显。
- **电解铝能源结构加速低碳化，绿电铝经济价值提升。**节能降碳背景下，电解铝行业有望在未来逐步纳入碳排放交易市场，水电铝为代表的清洁能源产能有望充分享有成本优势。此外，根据欧盟碳边境调节机制，2026年起欧盟将正式对进口的铝、钢铁等产品征收碳税，绿电铝市场竞争力有望进一步提升。

◎ 《2024—2025年节能降碳行动方案》有色金属行业要求

政策方向	相关要求
优化有色金属产能布局	到2025年底，再生金属供应占比达到24%以上，铝水直接合金化比例提高到90%以上。
严格新增有色金属项目准入	新建和改扩建电解铝项目须达到能效标杆水平和环保绩效A级水平，新建和改扩建氧化铝项目能效须达到强制性能耗限额标准先进值。
推进有色金属行业节能降碳改造	到2025年底，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比达到30%，可再生能源使用比例达到25%以上

◎ 国内电解铝产能结构

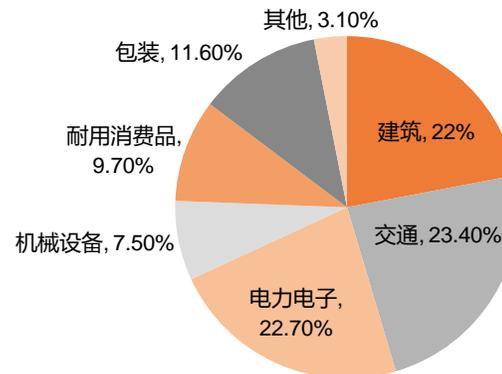




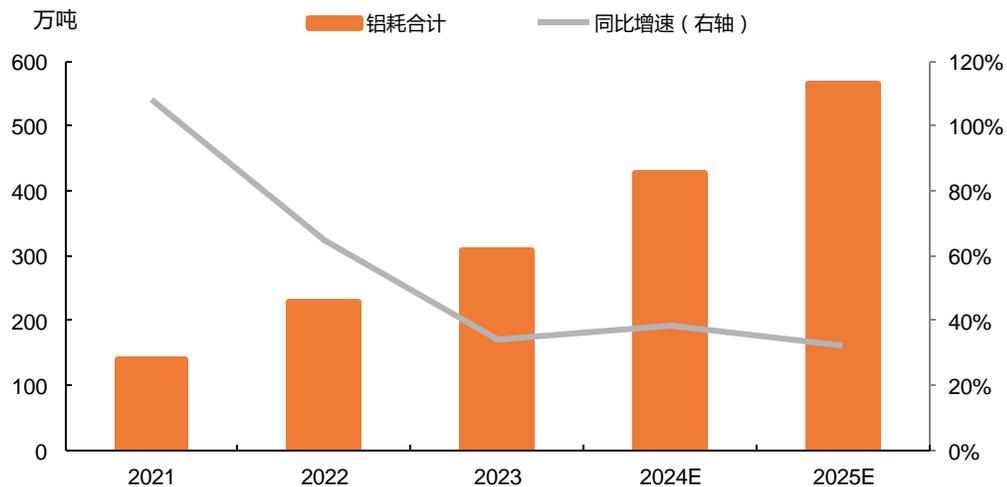
# 铝：光伏及汽车用铝有望维持快速增长

- **新能源驱动下铝需求增长动能切换。** 新能源领域需求推动下，国内铝需求结构逐步转变，交运及电子需求占比逐步上升，成为前两大铝应用终端。
- **光伏及汽车用铝有望维持快速增长。** 据SMM，铝边框作为光伏边框的主流，市场渗透率超过95%。随着光伏装机持续提升，光伏用铝预计维持快速增长。汽车轻量化背景下，单车用铝量将呈增加趋势。我们预计2023-2025年新能源汽车及光伏领域铝需求CAGR分别为35%、21%。

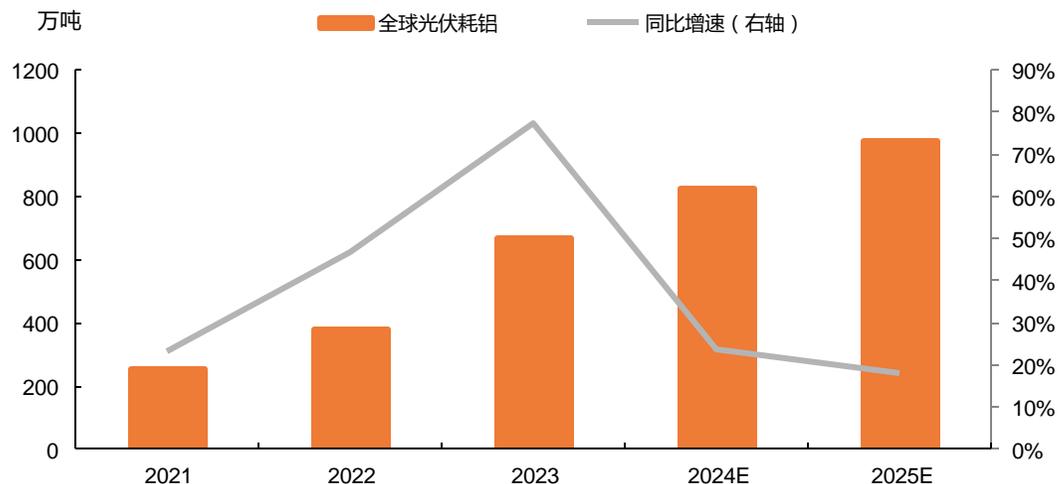
### 2023年全球铝需求结构



### 全球新能源汽车用铝测算



### 全球光伏用铝测算





## 铝：预计全球电解铝维持短缺格局

- 供应方面来看，国内电解铝产能天花板约束下，供应增量弹性趋小；海外方面新增项目较多，但考虑到基础配套情况和产能落地进度，未来几年内增量节奏或整体不及预期，全球供应弹性仍相对较小。需求端来看，铝需求增长极由传统领域向新能源领域转变仍然是未来几年内的核心变化，以光伏及新能源汽车为代表的新能源领域需求仍将引领电解铝需求增长。预计全球电解铝维持短缺格局。

全球电解铝平衡

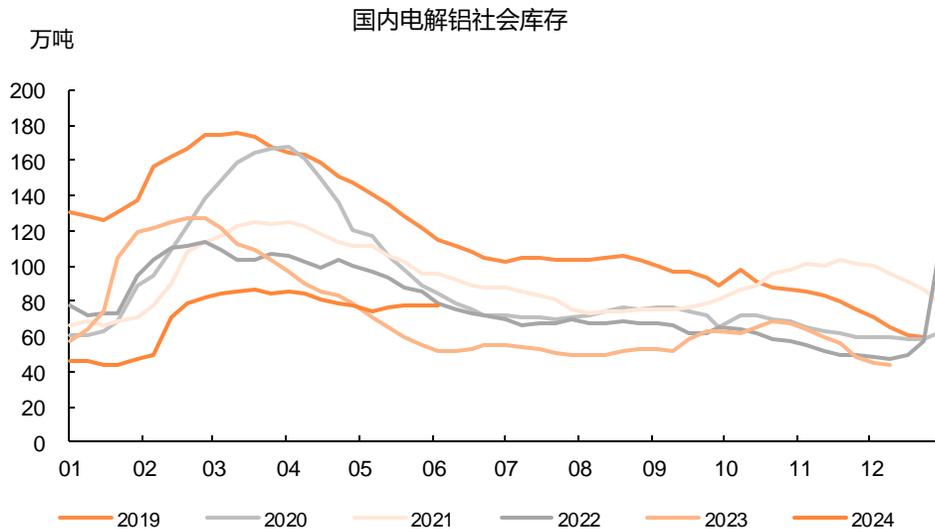
全球铜平衡（万吨）	供应	需求	平衡
2021	6720.6	6908.0	-187.4
2022	6867.4	6920.6	-53.2
2023	7040.0	7056.0	-16.1
2024E	7164.0	7224.3	-60.2
2025E	7274.2	7428.8	-154.9



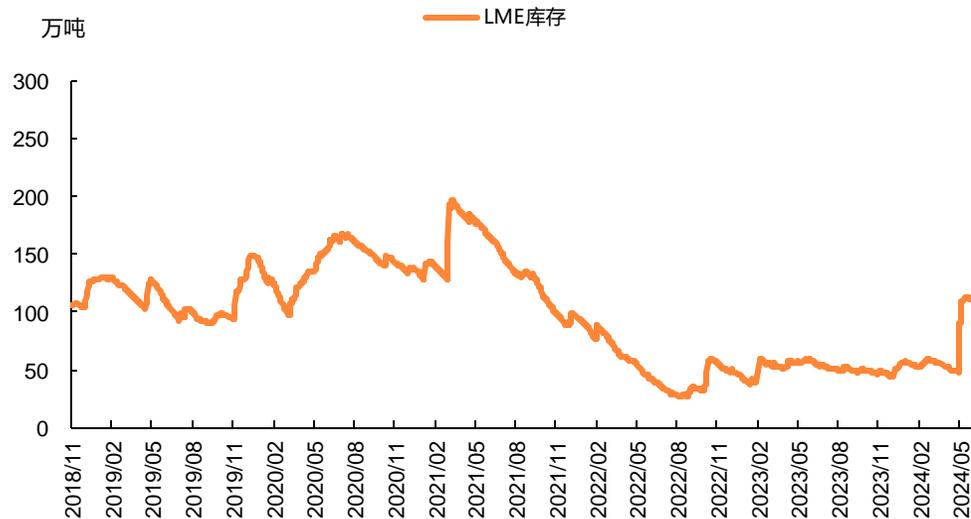
## 铝：全球库存预计仍维持低位

- 国内库存来看，近年来电解铝社会库存经历长周期去库，2024年一季度整体国内社库持续处于历史同期最低水平。长周期去库主要由于新能源需求强劲提振以及供给侧产能限制的双重驱动，供需格局持续偏紧。
- 边际来看，二季度以来受铝价上涨幅度较快影响，国内及海外库存现边际累库情况。但长期国内未来供应端产能约束持续收紧，国内及海外需求侧向好趋势不变，供需格局向好下电解铝库存预计仍维持较低水平。

国内电解铝社会库存



LME铝库存





## 目录CONTENTS

---

- ◎ 黄金：美元信用走弱仍为长期定价逻辑
  - ◎ 白银：工业需求与金融属性共振，银价弹性可期
  - ◎ 铜：铜供应长期弹性收缩趋势不变
  - ◎ 铝：节能降碳助力供应结构加速优化
- ◎ 投资建议及风险提示

## 投资建议

- 我们持续看好贵金属和工业金属长期价格中枢抬升。贵金属方面，尽管受美国短期经济数据影响，市场降息预期波动。但疫后美国财政扩张带来的增长驱动减退，美国增长仍将进入回落周期，美元信用长期面临减弱下，黄金价值中枢长期提升。白银库存持续去化下，商品属性与金融属性有望实现双重驱动，银价有望打开向上空间。
- 工业金属方面，关注长期资源瓶颈和产能附加值提升主线。铜矿长期供应瓶颈仍为未来全球精铜供需的核心矛盾，需求弹性释放下基本面支撑将逐步坚实。高能耗属性与产能天花板约束并存，供给结构优化下铝头部产能规模优势及成本优势将加速凸显。二季度工业金属基本面格局有望边际改善，基本面支撑逐步夯实，下半年金属价格有望进一步抬升。
- 建议关注成本优势突出，未来几年内享有量增的各赛道龙头：紫金矿业、洛阳钼业、山东黄金、神火股份、云铝股份。

### 建议关注公司估值表

股票名称	股票代码	股票价格 (元)		EPS (元/股)				P/E (倍)				评级
		2024/06/20	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
紫金矿业	601899.SH	17.56	0.80	1.01	1.26	1.46	15.53	17.33	13.91	12.04	未评级	
洛阳钼业	603993.SH	8.45	0.38	0.50	0.57	0.62	13.61	16.75	14.80	13.59	未评级	
山东黄金	600547.SH	27.99	0.52	0.87	1.18	1.47	43.95	32.22	23.65	18.98	未评级	
神火股份	000933.SZ	21.85	2.63	2.80	3.06	3.21	6.40	7.80	7.14	6.80	未评级	
云铝股份	000807.SZ	13.58	1.14	1.31	1.46	1.59	10.71	10.40	9.29	8.55	未评级	

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：未评级公司盈利预测数据来自wind一致预期



## 风险提示

---

- **需求低迷风险。**如果未来海外经济复苏乏力、固定投资和消费低迷，或者国际贸易争端增加，疫情反复，需求将受到较大的影响，并进一步影响有色行业景气度和相关公司的盈利水平。
- **供应释放节奏大幅加快。**如果海外供给端出现大幅超预期增长，则一定程度上对平衡格局产生较大影响，进一步对金属价格和相关公司盈利水平产生影响。
- **替代技术和产品出现。**短期内若出现替代性较强的产品及相关技术，则可能在需求端对各品种金属产生一定影响，从而对全球范围内各金属品种的平衡表带来扰动。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。