

金属与材料

证券研究报告
2024年08月21日

历史复盘：首次降息后，金铜走势如何？

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

刘奕町 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523050001
liuyiting@tfzq.com陈凯丽 分析师
SAC 执业证书编号: S1110524060001
chenkaili@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《金属与材料-行业研究周报:政策提振需求回暖,基本金属企稳上涨》
2024-08-18
- 《金属与材料-行业研究周报:衰退预期边际降温,基本金属有所反弹》
2024-08-11
- 《金属与材料-行业研究周报:海外衰退预期强化,有色金属价格下跌》
2024-08-04

历史规律：首次降息后，黄金胜率更高，铜价博弈“软着陆” or “硬着陆”

根据历史复盘结果，首次降息后：1) **黄金胜率更高**，我们认为主要由于经济走弱下衰退交易反复，避险属性成为金价上涨主要动力(但也需要警惕流动性危机导致的短期交易性踩踏)，此外衰退交易弱化后再通胀交易可能会接力，仍将刺激金价上涨。2) **铜价博弈“软着陆” or “硬着陆”**，短期内美联储降息预期差会对铜价造成一定影响，中期维度，需求衰退的程度或决定铜价的走势。在美国经济“软着陆”的情况下，铜价震荡或上涨的概率更高；在美国经济“硬着陆”面临严重衰退的情况下，铜价下跌的可能性较大。而在整个降息区间，90分位成本线仍是较强的成本支撑位，一般只有在少数极端风险事件时铜价才会跌破90分位C1成本。

展望后市：黄金仍是年内胜率优选，铜需求悲观预期或已提前演绎

1) **金价展望：黄金仍是年内胜率优选**。一方面根据历史复盘的结果，首次降息后黄金半年内上涨概率较大，右侧降息交易强化，叠加衰退交易反复和潜在的再通胀交易，共同刺激金价上涨。另一方面，本轮黄金上涨存在新的定价因子，流动性扩张&地缘政治事件频发下，去美元化成为黄金定价的底层逻辑。金价上涨不仅仅是降息预期博弈的结果，新旧范式共同支撑金价走牛。因此，我们继续看好降息落地后的金价表现。2) **铜价展望：铜需求悲观预期或已提前演绎**。今年3月以来，铜价持续攀升，而后伴随宏观衰退预期反复和铜消费压力，铜价自6月开始显著回落。我们认为前期回落的铜价或已消化相对悲观的需求预期，近期下游消费在铜价回调的带动下已有所增长，铜价年内下行空间或有限。

投资建议：黄金的定价主要来自金融属性，而铜的定价光谱由金融属性和工业属性共同构成，长周期维度，铜和黄金都将受益流动性宽松，不同之处在于铜的工业属性定价取决于基本面的景气程度。1) 新旧范式共振支撑黄金价格中枢抬升，我们仍继续看好首次降息之后的金价表现和长久期下黄金板块的价值，**建议关注：招金矿业、紫金矿业、山东黄金、山金国际、赤峰黄金、湖南黄金、中金黄金、中国黄金国际**。2) 铜需求悲观预期或已提前演绎，铜价年内下行空间或有限，中长期铜价中枢有望稳步上行，相关公司有望受益，**建议关注：紫金矿业、金诚信、中国有色矿业、洛阳钼业(H)**。

风险提示：美国通胀超预期；美国劳动力市场放缓超预期；美国金融风险事件。

内容目录

1. 引言.....	3
2. 以史为鉴：首次降息后，金铜走势如何？.....	3
2.1. 纾困式降息 vs 预防式降息.....	3
2.2. 历史规律：首次降息后，黄金胜率更高，铜价博弈“软着陆” or “硬着陆”.....	4
2.2.1. 黄金：首次降息后震荡偏强，半年内上涨概率较大.....	5
2.2.2. 铜：首次降息后振幅逐渐扩大，多数情况半年内价格中枢小幅回落.....	6
3. 展望后市：黄金仍是年内胜率优选，铜需求悲观预期或已提前演绎.....	7
4. 风险提示.....	8

图表目录

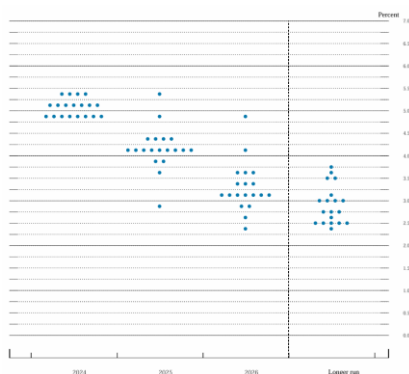
图 1：2024 年 6 月美联储 FOMC 会议点阵图.....	3
图 2：FedWatch 工具显示 9 月降息概率达 100%.....	3
图 3：1989 年以来美联储历次降息对应美国经济表现.....	4
图 4：1989 年以来美联储首次降息前后金铜表现.....	5
图 5：首次降息前后金价走势.....	5
图 6：降息区间金价走势.....	6
图 7：首次降息前后铜价走势.....	6
图 8：降息区间铜价走势与 C1 成本分位线复盘.....	7
图 9：中美共同进入补库周期.....	8
图 10：7 月美国非制造业 PMI 回归荣枯线之上.....	8
表 1：1989 年以来美联储历次降息详情一览.....	4

1. 引言

美联储 9 月降息或渐行渐近。根据 2024 年 6 月美联储议息会议点阵图显示，7 名官员认为年内存在 1 次降息可能，8 名官员认为年内存在 2 次降息可能。7 月议息会议上，美联储政策重心从关注通胀到兼顾就业和通胀，鲍威尔指出 9 月降息是一个可能的选项。当周内，美国劳工部公布的 7 月就业数据显著弱于预期。总体上，我们判断鲍威尔发布会表述可能会强化 9 月降息预期。同时，芝商所 FedWatch 工具显示，市场定价美联储 9 月降息概率为 100%，降息 25BP/50BP 的概率分别为 67.5%/32.5%（数据截至 8 月 21 日）。

美联储货币政策逐渐或靠近周期性转变的时间窗口，而本轮首次降息后，金铜板块行情将如何演绎？——“历史不会简单重复，但总是压着相同的韵脚”，我们将进行 1989 年以来 6 轮美联储首次降息后金铜价格走势的复盘，以探寻相关的线索与启示。

图 1：2024 年 6 月美联储 FOMC 会议点阵图



资料来源：美联储，天风证券研究所

图 2：FedWatch 工具显示 9 月降息概率达 100%

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18							0.0%	0.0%	0.0%	32.5%	67.5%
2024/11/7		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	41.8%	49.5%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	20.8%	44.6%	31.3%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.6%	21.5%	44.3%	30.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.5%	5.8%	24.2%	42.6%	26.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/4/30	0.0%	0.3%	3.5%	16.1%	34.5%	33.8%	11.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.2%	2.7%	13.0%	30.0%	34.0%	17.2%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	1.2%	7.0%	20.1%	31.7%	27.0%	11.3%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，天风证券研究所

注：数据截至 2024 年 8 月 21 日

2. 以史为鉴：首次降息后，金铜走势如何？

2.1. 纾困式降息 vs 预防式降息

美联储降息可主要分为两种类型——纾困式和预防式。1) **纾困式降息**：当美国经济遭遇内外部重大冲击，步入严重衰退时，美联储往往采用纾困式降息，以推动经济走向复苏；2) **预防式降息**：当美国经济尚未出现明显问题，但走向温和衰退或存在潜在风险，美联储往往采用预防式降息，以推动经济实现“软着陆”。

自 1989 年以来，美联储共经历了 6 轮降息周期。从降息类型来看，包括 3 次纾困式降息、2 次预防式降息和 1 次新冠疫情突发下由预防式降息与纾困式降息叠加而成的混合式降息。

纾困式降息和预防式降息有何差别？——从以往的降息周期来看，纾困式降息往往首降力度更大、降息周期更长、降息次数更多、最终的降息幅度也更大；反之，预防式降息首降力度温和、相对较短、次数有限、最终降幅也较小。

回顾 1989 年以来的 6 轮降息：1) **三轮纾困式降息**：1989-1992 年降息主要由于储贷协会危机引发，而 2001-2003、2007-2008 年两轮降息周期中，美国先后爆发了互联网泡沫危机和次贷危机，席卷全球经济。为尽快推动经济复苏，期间美联储进行了多次降息。**次贷危机中，15 个月内共降息 500BP，联邦目标利率降至 0.25% 极低水平，降息力度空前。**2) **两轮预防式降息**：相较而言，从 1995-1996 年、1998 年美联储降息来看，美国经济并未进入明显衰退，主要出于预防性质，首次降息幅度均为 25BP，降息时间持续 2-7 个月，累计降息三次，最终联邦目标利率变化幅度均为 75BP，**预防式降息降幅有限，与纾困式降息差异明显。**3) **唯一一次混合式降息（2019）**：主要由于 2020 年突发事件新冠疫情的冲击，美联储降息节奏由预防式转变为纾困式，短期内目标利率大幅下降至 0.25%，零利

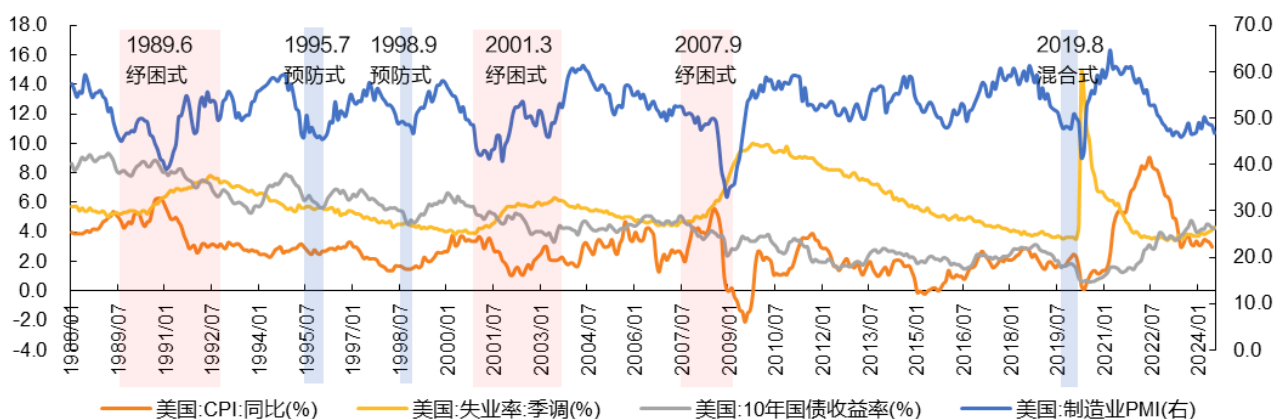
率状态延续近 2 年，其中预防式降息周期为 19 年 8 月-10 月，纾困式降息周期为 20 年 3 月，短短一个月内连续两次降息，累计降幅达到 150BP。

表 1：1989 年以来美联储历次降息详情一览

案例	降息性质	首次降息时点	首次降息幅度(BP)	最后降息时点	降息持续时间(月)	累计降息次数	目标利率变化区间	变化幅度(BP)	降息背景
1989	纾困式	1989/6/6	25	1992/9/4	40	24	9.81%-->3%	681	储贷协会危机
1995	预防式	1995/7/6	25	1996/1/31	7	3	6%-->5.25%	75	通胀稳定, 预防衰退
1998	预防式	1998/9/29	25	1998/11/17	2	3	5.5%-->4.75%	75	亚洲金融危机
2001	纾困式	2001/1/3	50	2003/6/25	30	13	6.5%-->1%	550	互联网泡沫危机
2007	纾困式	2007/9/18	50	2008/12/16	15	10	5.25%-->0.25%	500	次贷危机
2019	混合式	2019/8/1	25	2020/3/16	8	5	2.5%-->1.75% 1.75%-->0.25%	225	经济增速放缓, 预防衰退, 后因新冠大幅降息

资料来源：Wind，新浪财经，银行家杂志公众号，《美联储历次降息的背景、影响及启示》杨子荣，天风证券研究所

图 3：1989 年以来美联储历次降息对应美国经济表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 历史规律：首次降息后，黄金胜率更高，铜价博弈“软着陆”or“硬着陆”

通过复盘 1989 年以来 6 轮美联储首次降息后金铜价格走势，我们发现：

1) **黄金胜率更高**。首次降息后，多数情况黄金表现优于铜，除右侧降息交易不断强化，我们认为还有两个原因：**一是衰退交易反复**，美联储持续降息主要由于经济走向严重衰退（纾困式）或面临衰退风险（预防式），避险属性成为金价上涨主要动力（但也需要警惕流动性危机导致的短期交易性踩踏），这是过往黄金表现更优的主要原因（不考虑本轮黄金上涨的新范式）；**二是衰退交易弱化后再通胀交易可能会接力**，美联储降息后，美国经济软着陆后可能走向再通胀，在联储保持低目标利率的情况下（名义利率=实际利率+通胀预期，低名义利率&通胀预期抬升-->实际利率下降），再通胀交易仍将刺激金价上涨。

2) **铜价博弈“软着陆”or“硬着陆”**。从以往的经验来看，首次降息后，短期内美联储降息预期差会对铜价造成一定影响。尤其是几次纾困式降息，由于首次降息力度更大，多数情况铜价在短期内小幅上涨，预防式降息对短期铜价的刺激效果并不明显。**中期维度，需**

求衰退的程度或决定铜价的走势。在美国经济“软着陆”的情况下，铜价震荡或上涨的概率更高；在美国经济“硬着陆”面临严重衰退的情况下，铜价下跌的可能性较大。六轮降息中，首次降息落地后，近两个月内铜价均维持窄幅震荡，我们认为主要由于市场在博弈美国经济是否会走向实质性衰退，首次降息后美国经济“软着陆”还是“硬着陆”并不会立竿见影。而在整个降息区间，90分位成本线仍是较强的成本支撑位，一般只有在少数极端风险事件时铜价才会跌破90分位C1成本。

图 4：1989 年以来美联储首次降息前后金铜表现

案例	降息情形	首次降息时点	首次降息前后金价表现					首次降息前后铜价表现				
			-1M	+1M	+3M	+6M	降息期间	-1M	+1M	+3M	+6M	降息期间
1989	纾困式	1989/6/6	0.2%	2.3%	-4.6%	8.9%	-9.9%	-16.4%	-3.4%	18.7%	2.2%	3.2%
1995	预防式	1995/7/6	-0.1%	-0.5%	-0.5%	1.7%	5.3%	3.3%	1.1%	-2.9%	-10.6%	-14.7%
1998	预防式	1998/9/29	6.8%	0.2%	-2.5%	-4.9%	0.2%	2.9%	-4.7%	-11.8%	-12.9%	-4.4%
2001	纾困式	2001/1/3	-1.0%	-0.3%	-4.2%	0.5%	30.3%	-6.8%	3.9%	-3.8%	-9.1%	-3.6%
2007	纾困式	2007/9/18	9.0%	6.7%	11.0%	39.5%	17.6%	9.1%	3.3%	-16.0%	10.5%	-59.7%
2019	混合式	2019/8/1	1.9%	5.5%	3.5%	9.2%	4.1%	-0.5%	-3.6%	0.4%	-2.8%	-9.9%
	上涨概率		66.7%	66.7%	33.3%	83.3%	83.3%	50.0%	50.0%	33.3%	33.3%	16.7%
	平均涨幅		2.8%	2.3%	0.5%	9.1%	7.9%	-1.3%	-0.6%	-2.6%	-3.8%	-14.9%

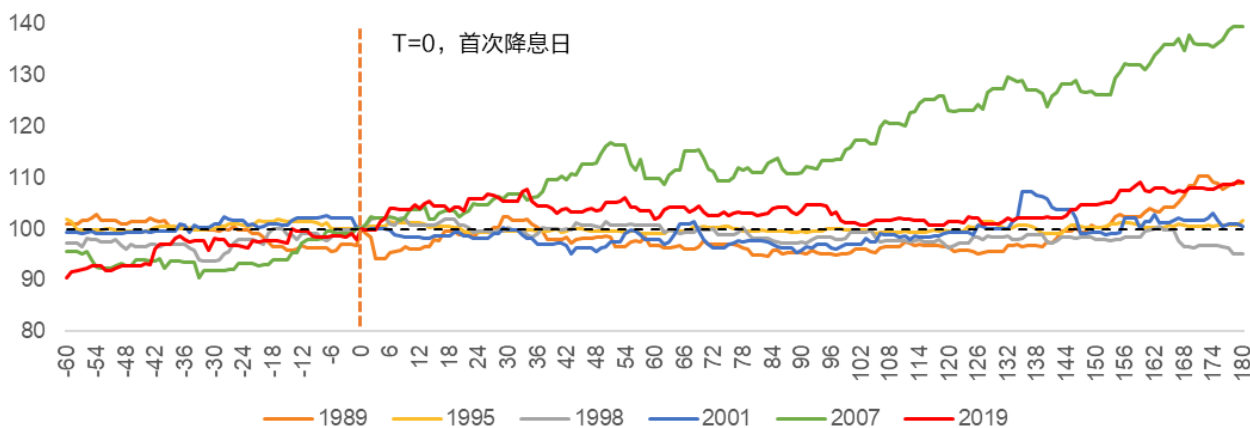
资料来源：Wind，天风证券研究所 注：降息期间为“首次降息-最后一次降息”之间

2.2.1. 黄金：首次降息后震荡偏强，半年内上涨概率较大

首次降息后金价震荡偏强，半年内上涨概率较大。复盘 1989 年以来的 6 轮降息周期，首次降息后 1 个月/3 个月/半年金价平均涨幅分别为 2.3%/0.5%/9.1%，其中 5 轮降息落地后金价半年内上涨，上涨概率高达 83.3%；从整轮降息周期（首次降息-最后一次降息）来看，6 轮降息中 5 轮降息期间内金价收涨，平均涨幅为 7.9%。

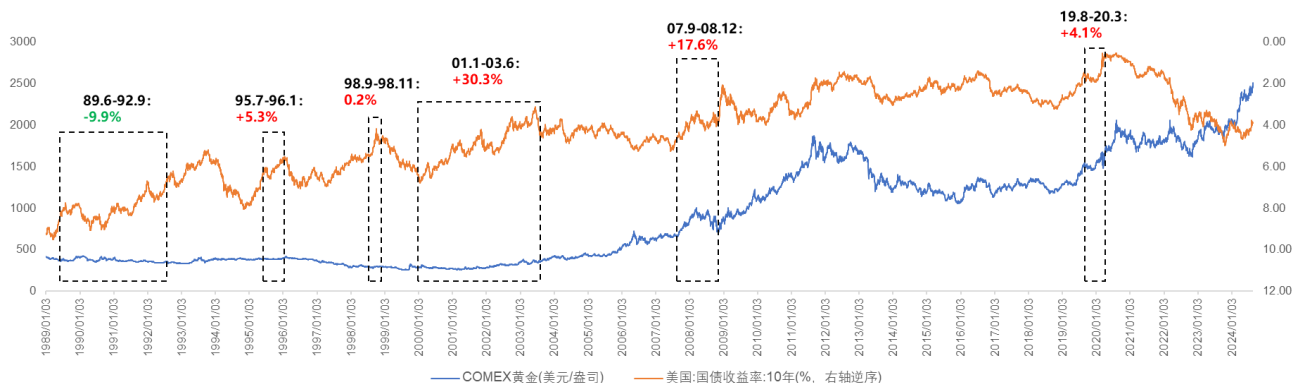
具体来看，纾困式降息后金价整体涨幅更大，其中最具有代表性的 2007 年次贷危机首次降息之后，半年金价涨幅高达 39.5%，我们认为主要由于衰退交易强化，支撑金价走牛，同时多次、大力度连续降息使金价利率定价框架叙事更加顺畅。预防式降息中，1995 年/1998 年首降后半年金价涨幅分别为+1.7%/-4.9%，整体表现一般，主要由于经济实现软着陆之后美元指数和美股走强对金价形成压制。2019 年混合式降息从 2.5%开启，前半段可视为预防式降息，半年内金价涨幅达 9.2%，降息之外，中美贸易摩擦和中东地缘政治冲突加剧时代背景下，黄金避险属性也对期间金价上涨形成支撑。

图 5：首次降息前后金价走势



资料来源：Wind，天风证券研究所 注：金价进行标准化处理，首次降息日金价=100，横轴单位为天

图 6：降息区间金价走势

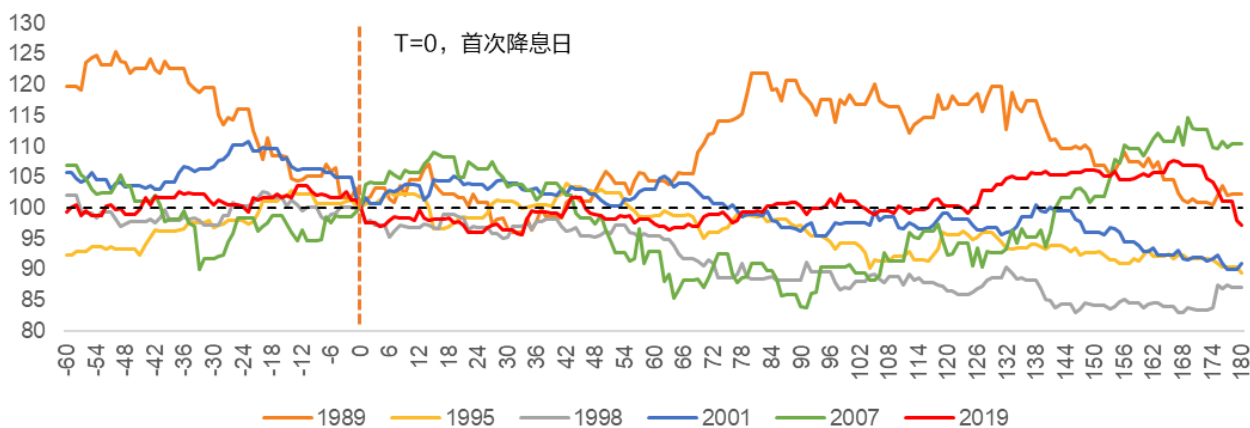


资料来源：Wind，天风证券研究所 注：降息期间为“首次降息-最后一次降息”之间

2.2.2. 铜：首次降息后振幅逐渐扩大，多数情况半年内价格中枢小幅回落

首次降息后铜价多延续震荡，多数情况半年内价格中枢小幅回落。6轮降息，首次降息后1个月/3个月/半年铜价平均涨幅分别为-0.6%/-2.6%/-3.8%，且期间波动较大，整体表现不佳；从整轮降息周期来看，6轮降息中仅1次降息期间内铜价收涨（1989-1992，时间跨度较长）。半年维度，2次收涨对应1989年和2007年纾困式降息，后者似乎有悖于“衰退交易”常识，但从过程来看，半年内铜价经历了宽幅震荡，另一方面，稍微拉长周期，次贷危机中2008年铜价经历了单边下跌，全年跌幅54.2%。2019年前半段预防式降息，首降半年内铜价窄幅震荡，收跌2.8%。我们认为，首次降息落地后，短期的预期差会对铜价造成一定影响，但更大程度上铜的定价因子仍将回归基本面，博弈经济“软着陆”or“硬着陆”对需求的影响。

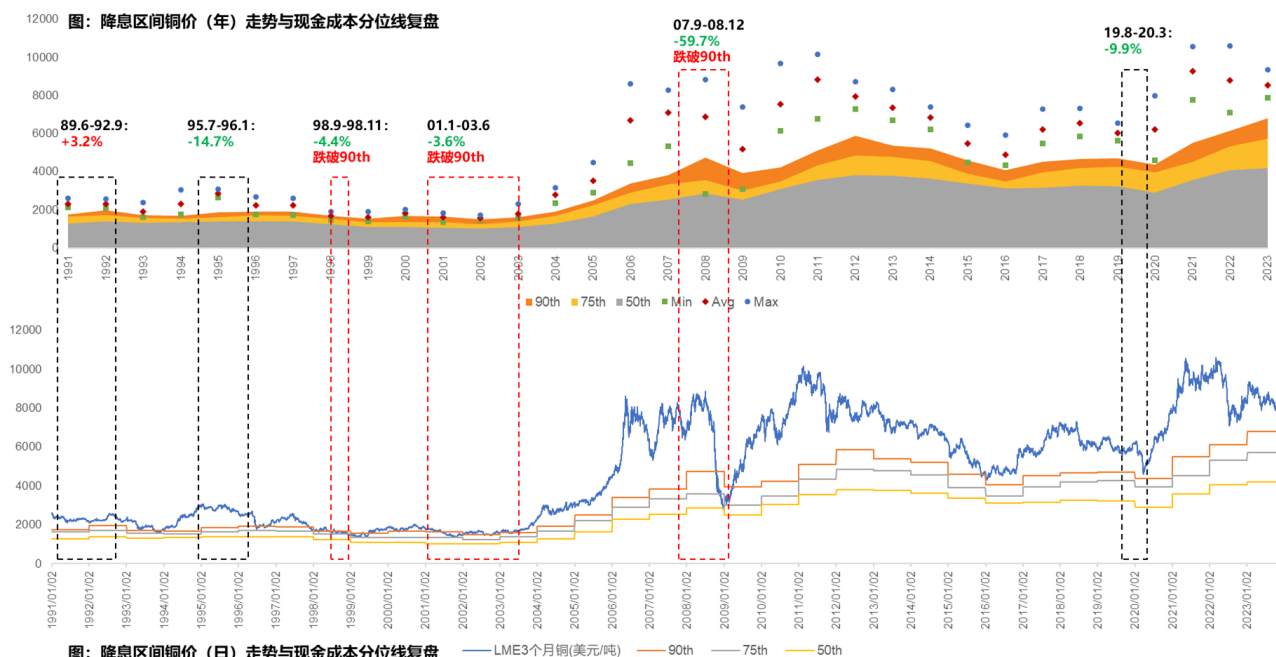
图 7：首次降息前后铜价走势



资料来源：Wind，天风证券研究所 注：铜价进行标准化处理，首次降息日铜价=100，横轴单位为天

90分位成本线是较强的成本支撑位，历史上铜价只有在少数极端风险事件时才会跌破90分位C1成本。1989年以来的6轮降息周期中，1998、2001-2003、2007-2008年三轮降息周期中铜价击穿90分位成本线，对应风险事件分别为亚洲金融危机、互联网泡沫危机、次贷危机，前两次危机中铜价在75分位成本位置附近企稳，次贷危机中，08年末铜价最低时一度触及50分位成本线。2020年疫情冲击下，铜价一度逼近90分位成本线，但并没有刺破。根据历史复盘结果，首次降息落地后，需求衰退程度或将决定降息周期中铜价走势，并且90分位成本线是较强的成本支撑位。

图 8：降息区间铜价走势与 C1 成本分位线复盘



资料来源：标普，Wind，天风证券研究所

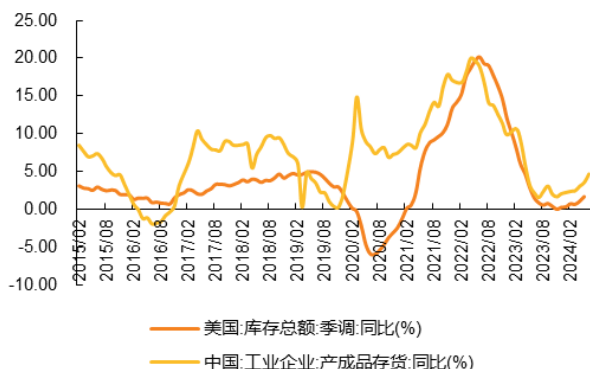
3. 展望后市：黄金仍是年内胜率优选，铜需求悲观预期或已提前演绎

首先探讨核心问题：“软着陆” or “硬着陆”（即美国经济是否会出现严重衰退）？这将决定本轮降息的性质是纾困式还是预防式，对金、铜走势的影响也截然不同。

美国经济的宏观预期仍较为乐观。从库存周期来看，目前美国与中国类似，都处于从被动去库向主动补库过渡的阶段，都处于相对底部。美国官方公布的数据显示，一季度美国实际 GDP 增速按年率计算为 1.4%，二季度增速进一步升至 2.8%。从最新的 PMI 数据来看，7 月美国制造业和非制造业 PMI 分别为 49.6/51.4，呈现劈叉式分布，非制造业 PMI 再次回到荣枯线之上。考虑到 2023 年美国 GDP 总量中服务业比重为 81.6%，服务业景气度或决定美国经济走势，服务业韧性或将 继续对美国经济形成支撑。

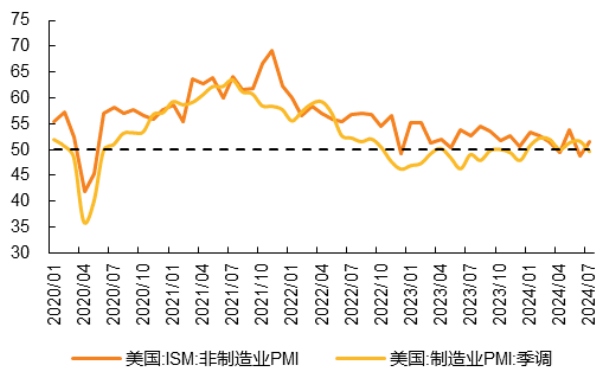
美国经济复杂而充满矛盾，我们认为短期内衰退交易预期将随着通胀、就业、PMI 等经济数据反复纠缠或强化，“软着陆”还是“硬着陆”仍难以判断。另一方面，尽管高利率环境的负面影响逐渐显现，美国经济边际上走弱，但当前不存在明显的内外部冲击，“软着陆”预期仍存，对应美联储新一轮降息周期或为“预防式”（不排除之后美国面临不确定性冲击下“预防式”降息转向“纾困式”降息的可能），而后续美国经济具体运行状况仍需观测。宏观情形上，从降息预期和政策一致性角度思考，当前与最近一轮 2019 降息周期的前半段或更为相似（预防式降息预期+鲍威尔担任美联储主席）。

图 9：中美共同进入补库周期



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：7 月美国非制造业 PMI 回归荣枯线之上



资料来源：Wind，天风证券研究所

金价展望：黄金仍是年内胜率优选。一方面根据历史复盘的结果，首次降息后黄金半年内上涨概率较大，右侧降息交易强化，叠加衰退交易反复和潜在的再通胀交易，共同刺激金价上涨。另一方面，本轮黄金上涨存在新的定价因子，新冠疫情之后，全球央行为应对其冲击普遍实施新一轮宽松的货币政策和扩张性财政政策，流动性扩张下单位美元购买力下降，同时全球风险性事件频发，在经济制裁、地缘政治事件、货币管制等因素下全球资产流动性受限，多国央行持续购金，去美元化成为本轮黄金上涨的底层逻辑。本轮金价上涨不仅仅是降息预期博弈的结果，新旧范式共同支撑金价走牛。因此，我们继续看好降息落地后的金价表现。

铜价展望：铜需求悲观预期或已提前演绎，铜价年内下行空间或有限。根据历史复盘结果，首次降息后铜价多延续震荡，多数情况半年内价格中枢小幅回落，而整个降息周期中 90 分位成本线是较强的成本支撑位。今年 3 月以来，铜价持续攀升，而后伴随宏观衰退预期反复和铜消费压力，铜价自 6 月开始显著回落。回归基本面，供给端，铜矿资本开支下行 & 资源贫化塑造供应硬约束，近年来成本曲线不断抬升（2023 年平均 C1 成本达 4592 美元/吨，较 2020 年上升 42%），冶炼端将受原料紧缺制约，同时废铜增量有限，对铜供给补充不足，多因素作用下铜供给预期偏紧。需求端，我们认为前期回落的铜价或已消化相对悲观的需求预期，近期下游消费在铜价回调的带动下已有所增长；中长期维度，传统需求在电网投资托底等作用韧性仍存，叠加新兴需求高速增长，铜需求有望持续提升。

投资建议：黄金的定价主要来自金融属性，而铜的定价光谱由金融属性和工业属性共同构成，长周期维度，铜和黄金都将受益流动性宽松，不同之处在于铜的工业属性定价取决于基本面的景气程度。1) 新旧范式共振支撑黄金价格中枢抬升，我们仍继续看好首次降息之后的金价表现和长久期下黄金板块的价值，**建议关注：招金矿业、紫金矿业、山东黄金、山金国际、赤峰黄金、湖南黄金、中金黄金、中国黄金国际。**2) 铜需求悲观预期或已提前演绎，铜价年内下行空间或有限，中长期铜价中枢有望稳步上行，相关公司有望受益，**建议关注：紫金矿业、金诚信、中国有色矿业、洛阳钼业（H）。**

4. 风险提示

美国通胀超预期；美国劳动力市场放缓超预期；美国金融风险事件。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com