

金属行业9月投资策略

供给扰动不断，静待需求预期好转

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

证券分析师：马可远

010-88005007

makeyuan@guosen.com.cn

S0980524070004

◆工业金属：价格震荡，产业链消化库存

1) **铜**：铜价在8月上旬止跌企稳，价格在70000-75000元/吨波动，这是产业链可以接受的价格，因为二季度高价而推迟的需求开始回补，叠加783号文影响，原生铜杆开工率显著提升，国内阴极铜库存每周都在下降。国内冶炼厂在国外的交仓也基本结束，LME铜库存维持在相对高位。2) **铝**：铝价在8月份同样呈现先涨后跌趋势，在19000-20000元/吨区间震荡，铝锭社会库存在80万吨上下波动，跟往年一样，在7-8月份没有趋势性变化。行业运行产能达到历史最高位4350万吨，按照4500万吨建成产能测算，开工率达到97%，基本达到了行业整体设备利用率上限。电解铝也是所有工业金属当中唯一生产平稳没有扰动的品种。3) **锌**：8月份锌价在所有工业金属当中走势最强，主要因为供给端，8月下旬，中国锌原料联合谈判（协调）小组（CZSPT）季度会议上，参与的14家冶炼企业决定今年较年初计划将累计减产100万吨以上。但到了9月初，随着俄罗斯大型矿山Ozernoye锌矿投产消息公布，锌价又急转直下，反映的是在需求预期偏弱的情况下，只有供给收紧逻辑难以使价格走势反转。

◆贵金属：降息临近，金价有望震荡上行

失业率上升，非农数据下降。美国7月失业率环比增长0.2个百分点至4.3%，是自2021年10月以来最高值，触发了衰退指标“萨姆规则”，即当连续三个月失业率的平均值较过去12个月的最低值高出0.5个百分点时，就会触发经济衰退，目前市场对于触发“萨姆规则”之后是否会有实质性衰退，市场存在较大的争议。美国7月非农就业人数增加11.4万人，远低于市场预期的17.5万人，为2024年4月以来最小增幅，在过去12个月非农每月平均新增就业人数21.5万人，7月非农不及预期或许和飓风贝丽尔登陆有关。美国7月失业率超预期上升，非农数据超预期下降，引发市场对于美国经济衰退的交易，金价震荡走强的同时，银价和工业金属价格走弱，金银比和铜金比快速走扩。

市场预期9月份开启降息。美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会发表重磅讲话表示：“现在是政策调整的时候了。前进的方向很明确，降息的时间和速度将取决于即将公布的经济数据、不断变化的前景和风险的平衡。”近期，美国各项经济数据走弱，对其衰退交易频现，坚定了市场认为美联储即将于9月份开启降息周期的预期。目前CME预测显示，9月降息25bp的概率为61%，降息50bp的概率为39%。

◆稀土：2024年指标增速明显放缓，稀土价格底部回升

2024年稀土矿开采指标同比增速6%，8月内稀土价格涨幅10%左右。2023年，我国稀土矿开采指标25.5万吨，同比增长21.4%；稀土冶炼分离指标24.4万吨，同比增长20.7%。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；8月20日下达第二批指标，与第一批持平；2024年全年轻稀土与中重稀土开采指标较2023年增长5.9%。国内稀土供给增速放缓的同时，上半年海外轻稀土供给出现负增长，美国Mountain Pass 2024H1稀土矿产量2.02万吨，同比下滑6%；澳大利亚Mount Weld 2024H1稀土矿产量5733吨，同比下滑35%。近期稀土价格从底部回升，截至2024年9月6日，氧化镨钕、氧化镝、氧化铽价格分别为43.45万元/吨、178.5万元/吨、572.5万元/吨，较8月初分别上涨16%、3%、11%。

◆ **推荐组合**：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、铜陵有色、中国铝业、中国宏桥、天山铝业、南山铝业、神火股份、云铝股份、赤峰黄金、山金国际、北方稀土。

◆ **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 交易弱需求，价格宽幅震荡

◆ 价格震荡，产业链消化库存

- 铜价在8月上旬止跌企稳，价格在70000-75000元/吨波动，这是产业链可以接受的价格，因为二季度高价而推迟的需求开始回补，叠加783号文影响，原生铜杆开工率显著提升，国内阴极铜库存每周都在下降。国内冶炼厂在国外的交仓也基本结束，LME铜库存维持在相对高位。
- 铝价在8月份同样呈现先涨后跌趋势，在19000-20000元/吨区间震荡，铝锭社会库存在80万吨上下波动，跟往年一样，在7-8月份没有趋势性变化。行业运行产能达到历史最高位4350万吨，按照4500万吨建成产能测算，开工率达到97%，基本达到了行业整体设备利用率上限。电解铝也是所有工业金属当中唯一生产平稳没有扰动的品种。
- 8月份锌价在所有工业金属当中走势最强，主要因为供给端，8月下旬，中国锌原料联合谈判（协调）小组（CZSPT）季度会议上，参与的14家冶炼企业决定今年较年初计划将累计减产100万吨以上。但到了9月初，随着俄罗斯大型矿山Ozernoye锌矿投产消息公布，锌价又急转直下，反映的是在需求预期偏弱的情况下，只有供给收紧逻辑难以使价格走势反转。

◆ 布局有色金属价格上涨的机会

- 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、紫金矿业、铜陵有色；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：交易弱需求，价格宽幅震荡

◆ 价格震荡，产业链消化库存

- 铜价在8月上旬止跌企稳，价格在70000-75000元/吨波动，这是产业链可以接受的价格，因为二季度高价而推迟的需求开始回补，叠加783号文影响，原生铜杆开工率显著提升，国内阴极铜库存每周都在下降。国内冶炼厂在国外的交仓也基本结束，LME铜库存维持在相对高位。
- 铝价在8月份同样呈现先涨后跌趋势，在19000-20000元/吨区间震荡，铝锭社会库存在80万吨上下波动，跟往年一样，在7-8月份没有趋势性变化。行业运行产能达到历史最高位4350万吨，按照4500万吨建成产能测算，开工率达到97%，基本达到了行业整体设备利用率上限。电解铝也是所有工业金属当中唯一生产平稳没有扰动的品种。
- 8月份锌价在所有工业金属当中走势最强，主要因为供给端，8月下旬，中国锌原料联合谈判（协调）小组（CZSPT）季度会议上，参与的14家冶炼企业决定今年较年初计划将累计减产100万吨以上。但到了9月初，随着俄罗斯大型矿山Ozernoye锌矿投产消息公布，锌价又急转直下，反映的是在需求预期偏弱的环境下，只有供给收紧逻辑难以使价格走势反转。

图：铜价冲高回落，但重心抬升（美元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：上海铝期货主力价（元/吨）



资料来源：SHFE，国信证券经济研究所整理

图：LME锌价走势坚挺（美元/吨）



资料来源：LME，国信证券经济研究所整理

铜：2024H1上市铜企冶炼厂利润普遍好

◆铜精矿现货加工费低位徘徊，国内铜冶炼厂减产检修增加

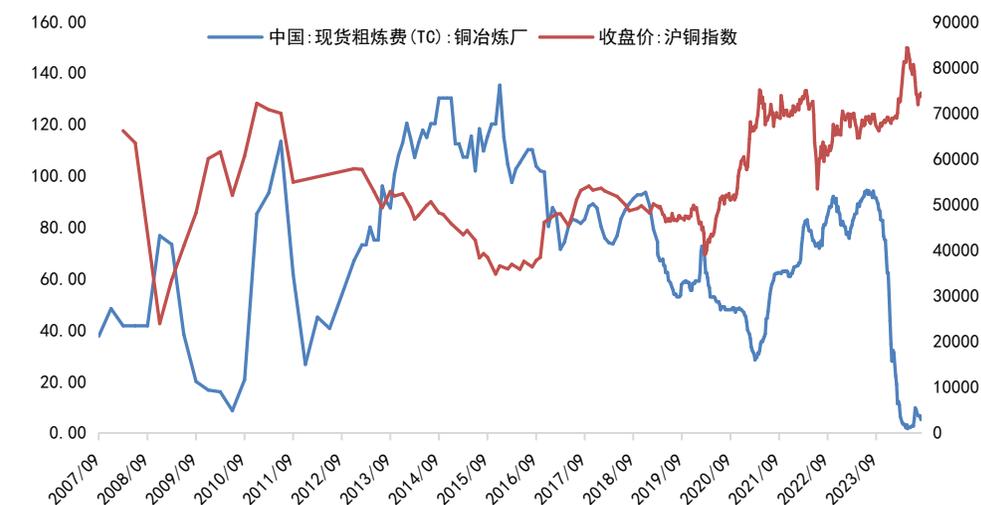
- 截至9月初，铜精矿的现货加工费维持在10美元/吨以下低位，月内变动不大。下半年国内铜冶炼厂原料短缺问题加剧，已经有几家冶炼厂开始减产。
- 另一方面，看上市公司半年报信息，旗下冶炼厂在2024年上半年普遍取得良好的盈利，同比均有增长，但环比2023H2则有一定下降。在上半年极低加工费的情况下，冶炼厂普遍盈利良好，一是长单保障了部分供应，且长单仍然按照80美元/吨核算；二是上半年国内硫酸价格普遍上涨，包括硫酸在内的冶炼副产品收益良好。

表：上市公司子公司铜冶炼盈利情况（亿元）

铜冶炼厂	2023H1净利润	2023H2净利润	2024H1净利润	2024H1同比	2024H1环比
江铜富冶和鼎	2.4	3.5	5.4	119.3%	51.1%
铜陵金隆	3.7	4.8	4.6	24.3%	-4.2%
铜陵赤峰金通	1.4	4.9	3.0	114.3%	-38.8%
云铜东南铜业	2.6	4.9	3.5	32.2%	-28.9%
云铜赤峰	3.1	3.1	4.5	45.3%	46.2%
山东中金铜业	2.5	3.1	2.6	4.1%	-16.9%

资料来源：各公司公告、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

- 7月中国阴极铜产量102.8万吨，同比增幅11.0%，环比增长2.3%。1-7月国内阴极铜产量累计694.7万吨，同比增长7.1%。

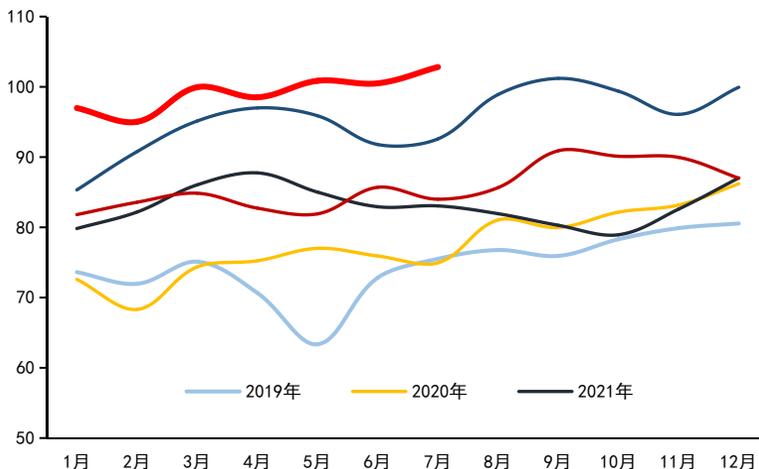
◆ 6月全球铜精矿产量188万吨

- 6月全球铜精矿产量188.2万吨，同比增长0.9%，2024年1-6月全球铜精矿累计产量1113.6万吨，同比增3.6%。

◆ 6月全球精炼铜产量192.3万吨

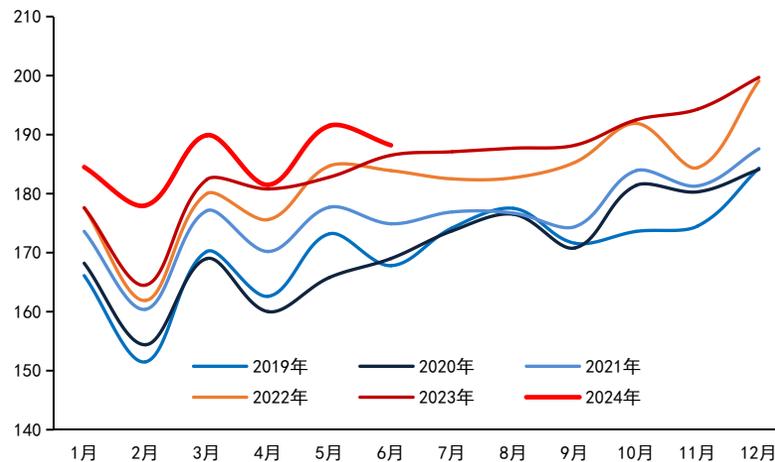
- 6月全球精炼铜产量192.3万吨，同比增9.6%，2024年1-6月全球精炼铜累计产量1154.2万吨，同比增4.6%。

图：中国精炼铜月度产量（万吨）



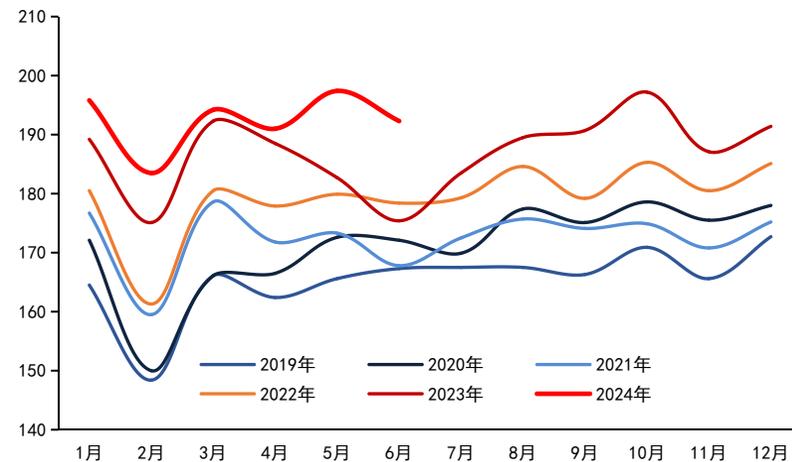
资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

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：铝价横盘，氧化铝价格稳步上涨

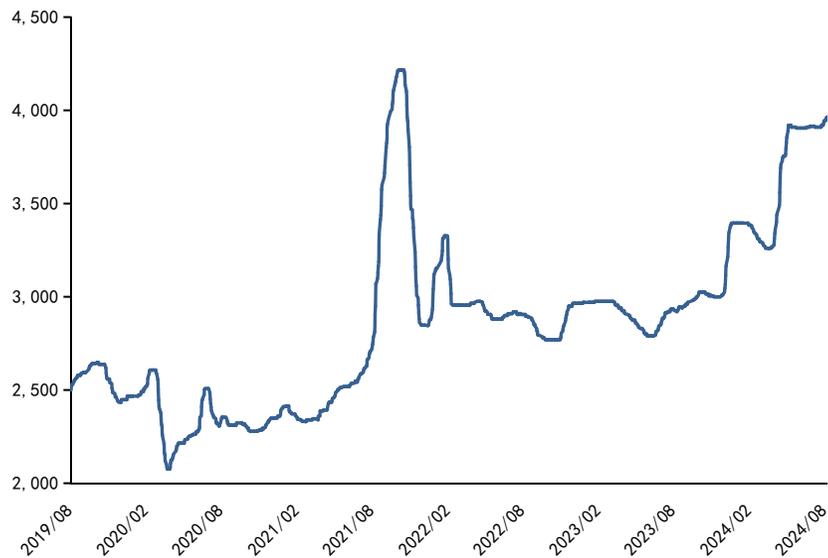
◆ 冶炼利润下滑

- 根据百川资讯消息，山东9月预焙阳极采购基准价相比8月价格下跌39元/吨，执行现汇价3690元/吨，主要是近期原材料石油焦和煤沥青价格都在下跌，成本端支撑不足。
- 动力煤价格方面，截至9月初秦皇岛港5500K动力煤价格840元/吨变动不大。近期铝价震荡，而煤价、预焙阳极价格变动不大，甚至稳中有降，电解铝冶炼利润相对平稳，云南水电铝企业因丰水期电价低，冶炼盈利处于高位。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。

◆ 氧化铝价格重心上移

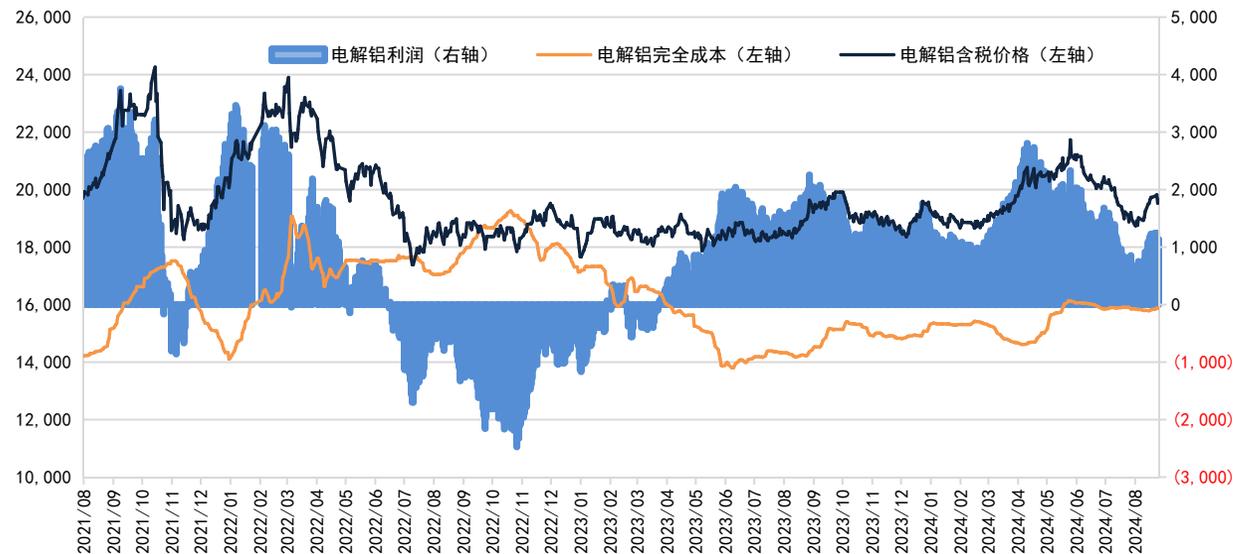
- 自从2017年电解铝行业供给侧结构性改革实施以来，氧化铝走向长期过剩趋势，价格长期低迷，偶有上涨，往往是短期炒作，回顾近几年走势多呈“尖顶”形态。但本轮氧化铝价格上涨是在电解铝利润长期维持在高位的情况下，且河南、山西等地国产矿确实面临品位严重下滑，资源可用年限缩短等问题。过去几年氧化铝均价不到3000元/吨，这种价格下，河南、山西氧化铝厂普遍亏损，今后来看很难成为常态，需要给氧化铝环节合理利润。但长期看氧化铝市场是需求不再增长，供应还在释放，随着几家氧化铝厂新增产能投产，价格重心可能在今年四季度末开始下降，预计3400-3500元/吨是长期合理区间。

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：进口锌精矿加工费跌至负数

◆ 2024年6月年全球锌精矿产量同比下降6%

• 根据国际铅锌研究小组数据，6月全球锌精矿产量101.5万吨，同比下降5.9%，1-6月份全球锌精矿产量579.2万吨，同比下降3.4%。

◆ 2024年6月全球精炼锌产量同比下降3.8%

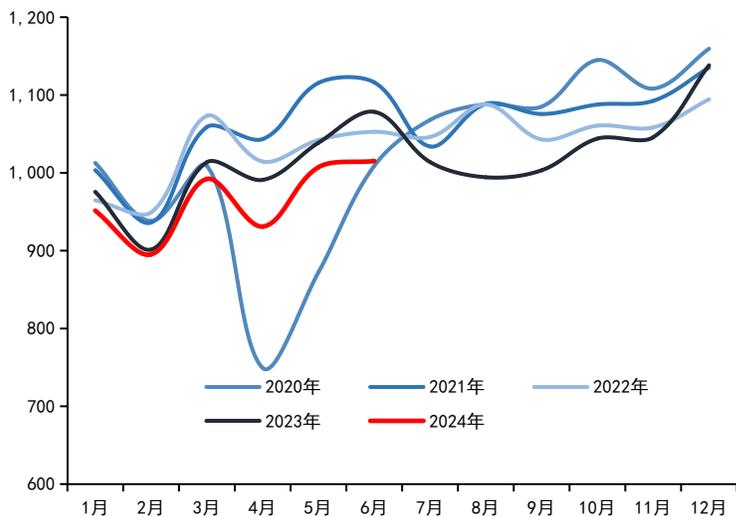
• 根据国际铅锌研究小组数据，6月全球精炼锌产量119.1万吨，同比下降3.8%，1-6月份全球精炼锌产量689.7万吨，同比下降0.1%。

◆ 国产锌精矿加工费跌至1400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9月初，SMM报的国产锌精矿现货加工费跌至1400元/吨以下，进口锌精矿加工费跌至负数，为-40美元/吨，处于历史低位。即使考虑锌价二八分成，锌冶炼厂也处于盈亏边缘，又因为再生锌占比小，所以精炼锌的供应端呈收缩趋势，这是锌价走势相对强的原因。国内锌冶炼厂在通过减产应对精矿短缺。

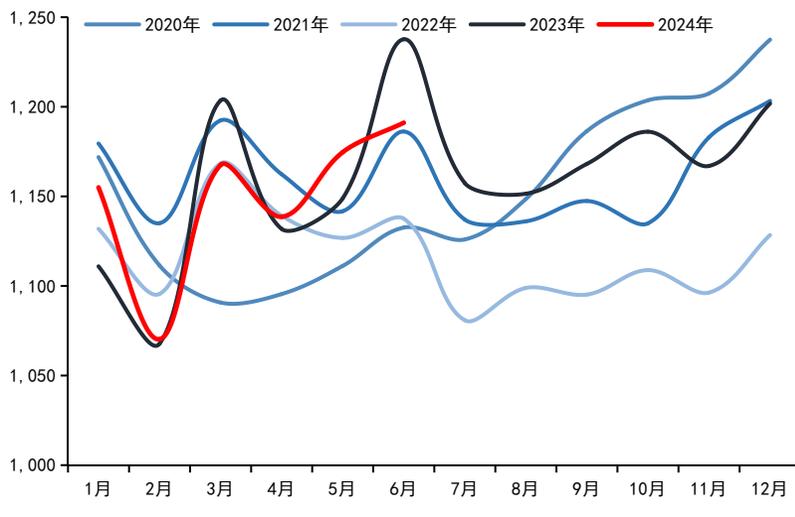
• 俄罗斯Ozernoye锌矿的选矿厂于9月初开始投产生产锌精矿，设计年产锌金属35万吨，原定于2023年底投产，但2023年11月选矿厂发生火灾损毁了部分进口设备，因美国制裁很难找到替代设备而延期投产。此前多家机构认为该矿2025年投产，现在来看比预期的提前了。这是造成9月初锌价突然下跌的直接原因。

图：全球锌精矿月度产量（千吨）



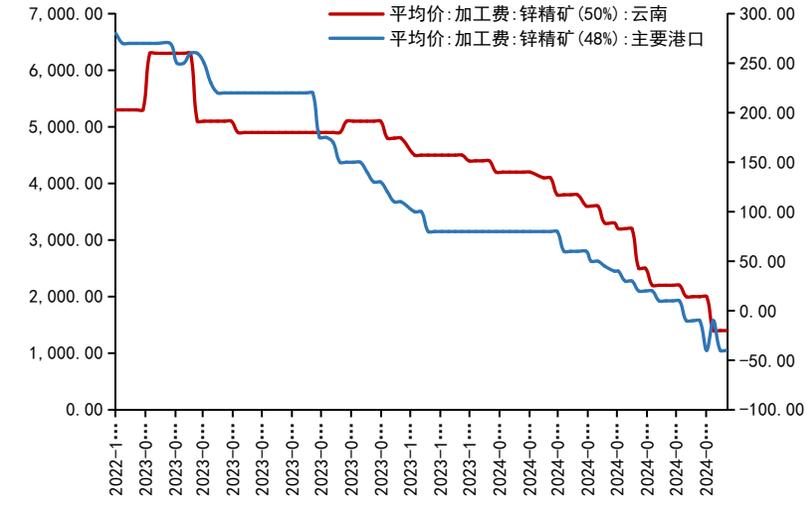
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

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

图：锌精矿加工费



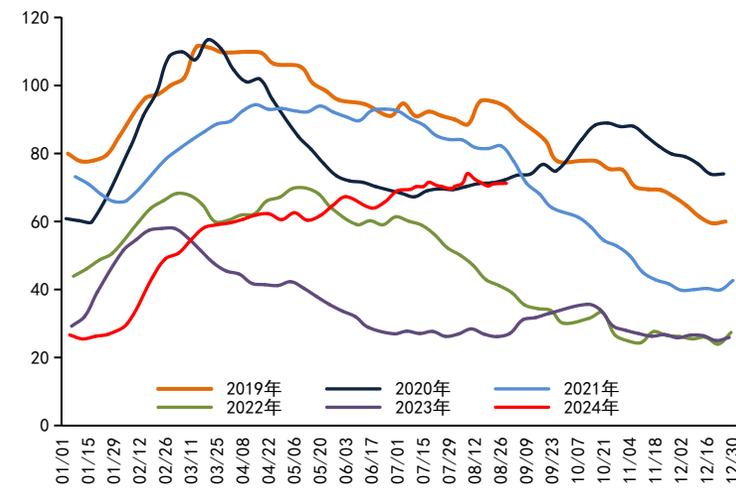
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

工业金属：库存压力不大，边际变化更重要

◆ 库存走势分化

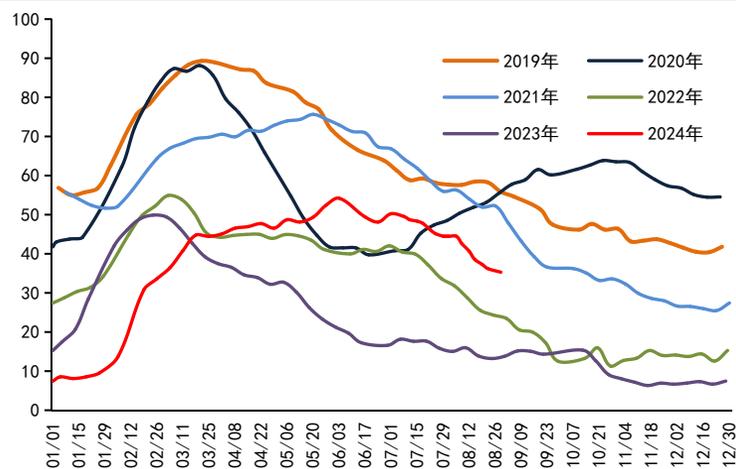
- 3月中旬以来工业金属价格大幅上涨，抑制了部分下游需求。铜、锌库存高于去年同期，但随着6月份以来价格下跌，前期被抑制的需求恢复，铜和锌的库存都有显著下降，已降至往年平均水平；铝的库存符合季节规律，在第三季度没有趋势性，稳定在80万吨上下。铜的库存压力主要体现在LME，当前LME铜库存32万吨，去年同期为11万吨。

图：全球铜库存季节图（万吨）



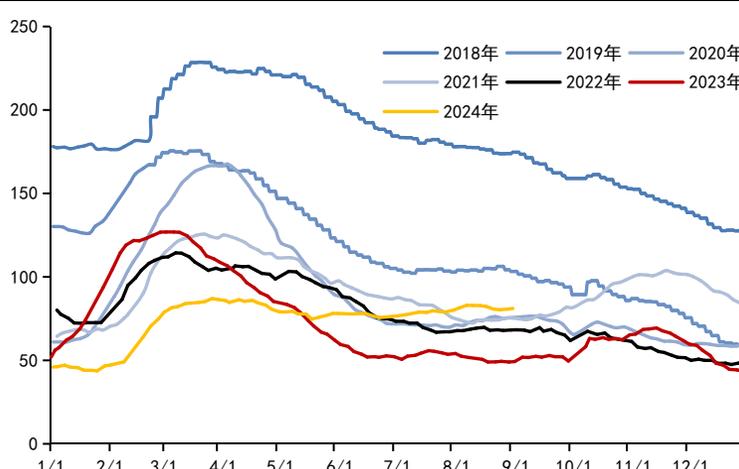
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：国内铜库存（万吨）



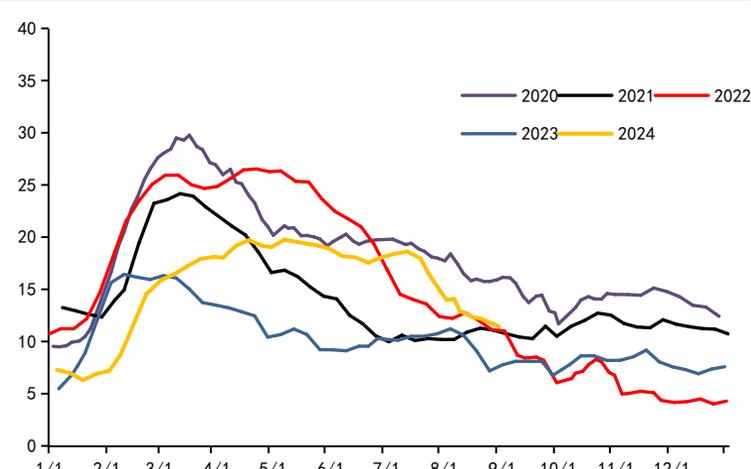
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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）

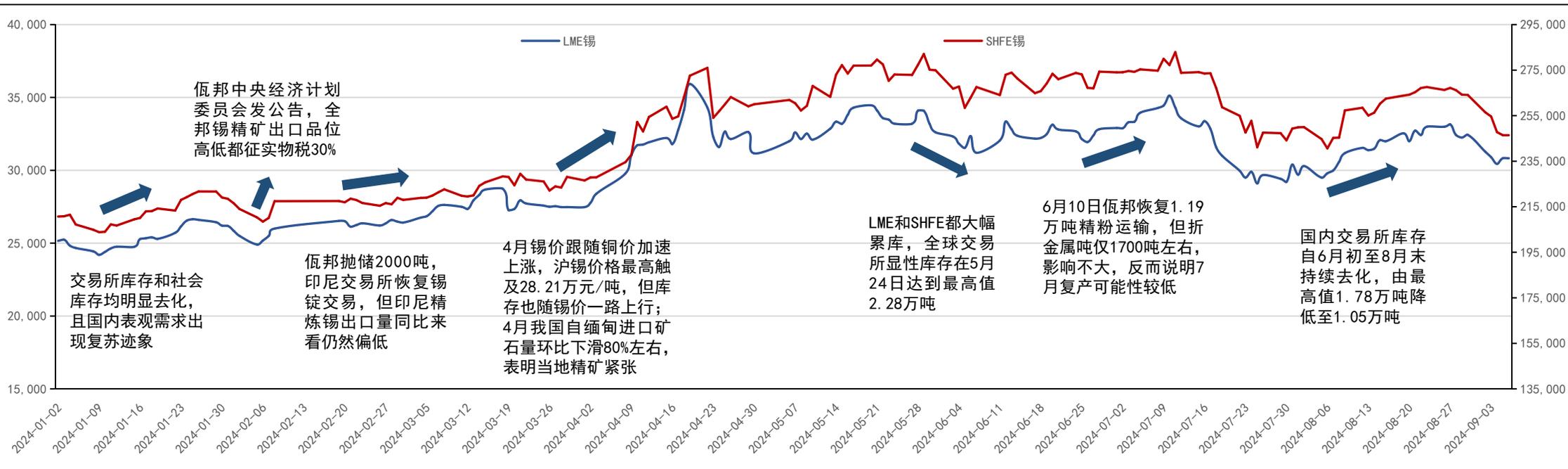


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

锡：2024年上半年价格复盘

- 2024年锡价中枢明显抬升，截至8月末涨幅25%左右。今年以来锡价中枢较2023年明显抬升，整体来看商品价格随宏观经济数据、供需催化、库存数据等因素不断调整。从23年8月开始，对于锡造成最大扰动的供给侧因素为佤邦的矿山停产，目前为止当地仍无复产迹象。根据我国自缅甸进口锡矿石量来看，4月开始出现明显下滑，环比-77.85%，随后的5、6月持续环比下降；6月中旬佤邦工矿局发布通知表示恢复曼相矿区积压的1.12万吨精粉，折金属吨不到2000吨，故7月进口量略有回升，但幅度不大。从需求来看，近期国内表观需求回落，社会库存从8月中旬开始累库。

图：2024H1锡价走势复盘（2024.1.2-2024.9.6）

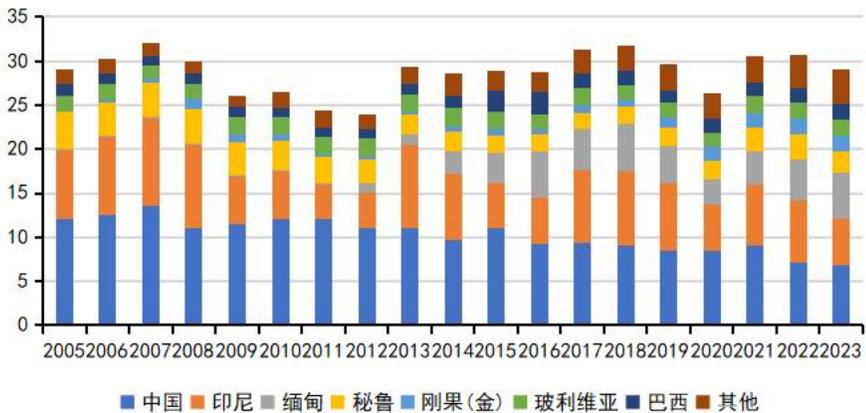


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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：7月缅甸锡精矿供给略有回升

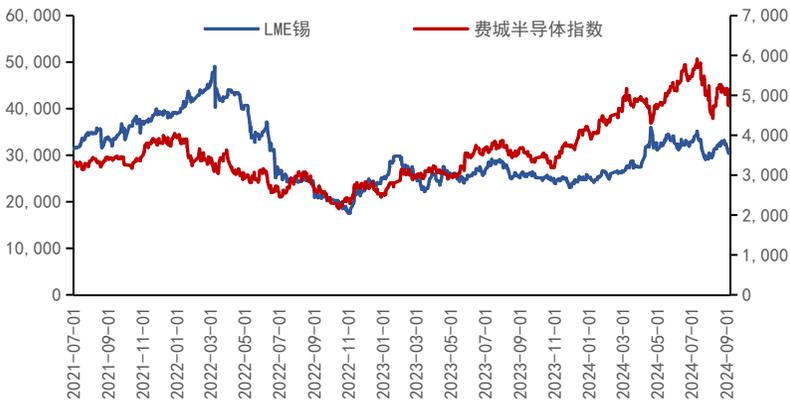
- 全球半导体销售额已连续9个月同比正增长。锡焊料是最主要的消费领域，在全球锡消费中的占比高达49%。鉴于电子焊料在锡消费结构中的重要地位，锡价与全球半导体销售额、费城半导体指数等指标相关性很高。2024.5-2024.7，全球半导体销售额分别为491.2/499.8/513.2亿美元，同比增速分别为+19.30%/18.30%/18.70%，环比增速分别为4.05%/1.75%/2.68%，同比增速自2023年11月起持续为正，环比增速也从今年4月开始由负转正。另外，近期锡价和费半走势相关性较高。
- 7月缅甸锡精矿供给略有回升。2024年2月7日，佤邦中央经济计划委员会发布“关于锡精矿出口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，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月开始月进口量环比下滑78%，说明23年4-8月之间佤邦囤积的矿石库存或将消耗完。2024.5-7缅甸锡矿进口量分别为0.33/0.41/0.68万吨（实物吨），7月有所回升是因为6月中旬佤邦工矿局发布通知表示恢复曼相矿区积压的1万吨左右锡精粉，折金属吨1700吨左右。
- 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，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（单位：十亿美元，截至2024.7）



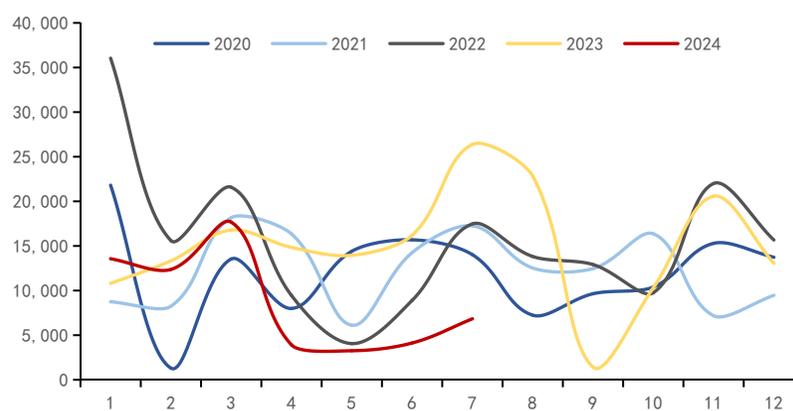
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：费城半导体指数与LME锡收盘价对比（截至2024.9.6）



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2024.7）

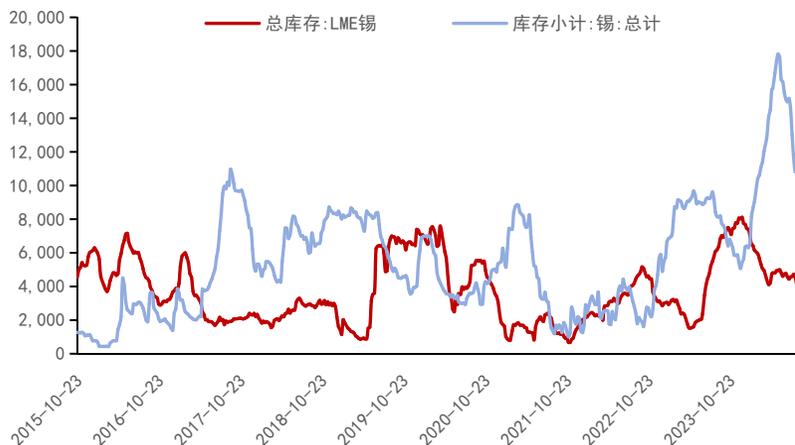


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

锡：交易所库存大幅去库，冶炼加工费低位运行

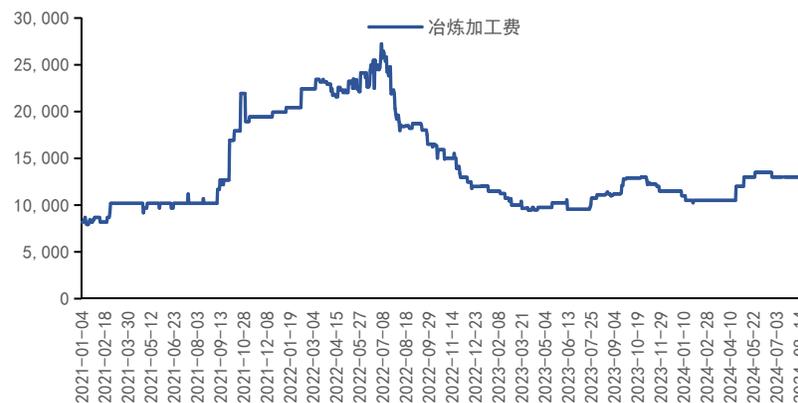
- **全球交易所显性库存大幅去库。**截至8月30日，SHFE锡库存为10,811吨，较8月初下降817吨；LME锡库存为4,630吨，较8月初下降90吨；交易所库存合计15,441吨，较6月初下降901吨。在涨价过程中，冶炼厂希望通过出售过往的低价产成品库存或卖出交割来提升利润，因此3-5月交易所库存快速累积，从6月开始这个现象已经不明显。
- **冶炼加工费小幅下降至1.22万元/吨。**根据百川盈孚数据，截至9月5日，锡锭价格为24.92万元/吨，60%锡精矿价格为23.70万元/吨，冶炼加工费为12,200元/吨，由6月初的13,500元/吨出现小幅下调。
- **上海有色网数据显示，2024年5-7月我国锡锭月度产量分别为1.67/1.62/1.59万吨；百川盈孚数据显示，2024年5-7月我国锡锭月度产量分别为1.70/1.37/1.39万吨，冶炼开工率分别为72.99%/58.60%/59.51%，基本保持稳定。**

图：沪锡+伦锡库存与锡价走势对比（截至2024.8.30）



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2024.9.5）



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2024.7）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

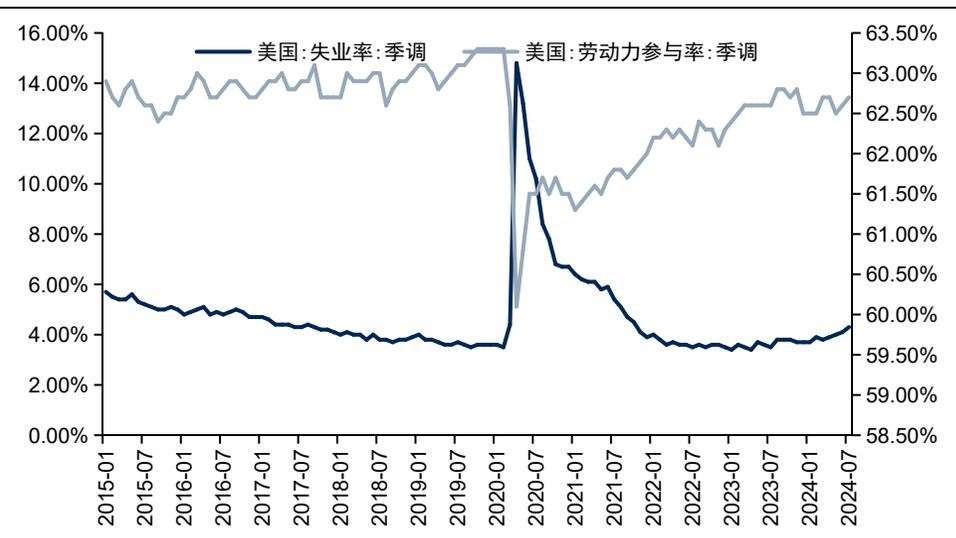
贵金属行业分析

降息临近，金价有望震荡上行

美国经济数据向下引发市场衰退交易

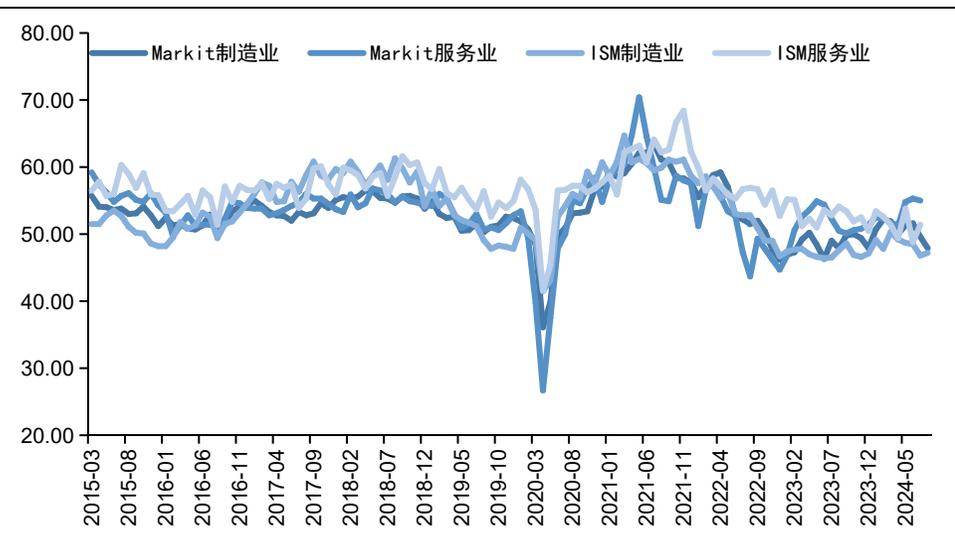
- ◆ **今年二季度GDP表现超预期。**美国商务部于7月25日公布首次预估数据显示，2024年二季度GDP环比折年率增长2.8%，高于预期的2.0%，相较于一季度的1.4%有显著回升。二季度GDP的增长主要反映了消费者支出和私人投资的回升，其中，二季度消费者支出环比增长3.2%，高于上一季度的1.5%，私人投资环比增长5.2%，高于上一季度的4.4%。
- ◆ **失业率上升，非农数据下降。**美国7月失业率环比增长0.2个百分点至4.3%，是自2021年10月以来最高值，触发了衰退指标“萨姆规则”，即当连续三个月失业率的平均值较过去12个月的最低值高出0.5个百分点时，就会触发经济衰退，目前市场对于触发“萨姆规则”之后是否会有实质性衰退，市场存在较大的争议。美国7月非农就业人数增加11.4万人，远低于市场预期的17.5万人，为2024年4月以来最小增幅，在过去12个月非农每月平均新增就业人数21.5万人，7月非农不及预期或许和飓风贝丽尔登陆有关。美国7月失业率超预期上升，非农数据超预期下降，引发市场对于美国经济衰退的交易，金价震荡走强的同时，银价和工业金属价格走弱，金银比和金铜比快速走扩。
- ◆ **8月制造业PMI低于预期。**美国8月ISM制造业PMI为47.2，预期为47.5，前值为46.8。其中，新订单指数录得44.6，为2023年6月以来最糟。另外，美国8月Markit制造业PMI终值为47.9，预期为48.0，前值为48.0。美国8月ISM制造业PMI、Markit制造业PMI双双不及预期。

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

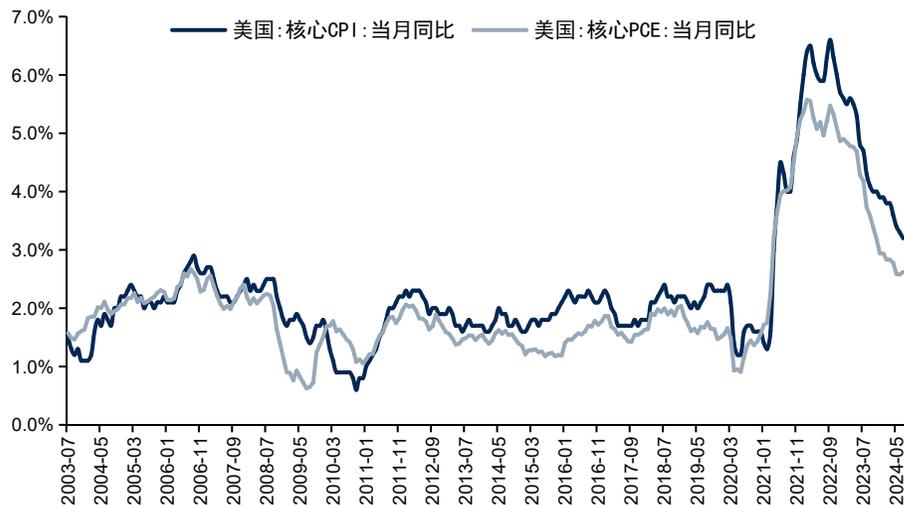
图：PMI变化



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

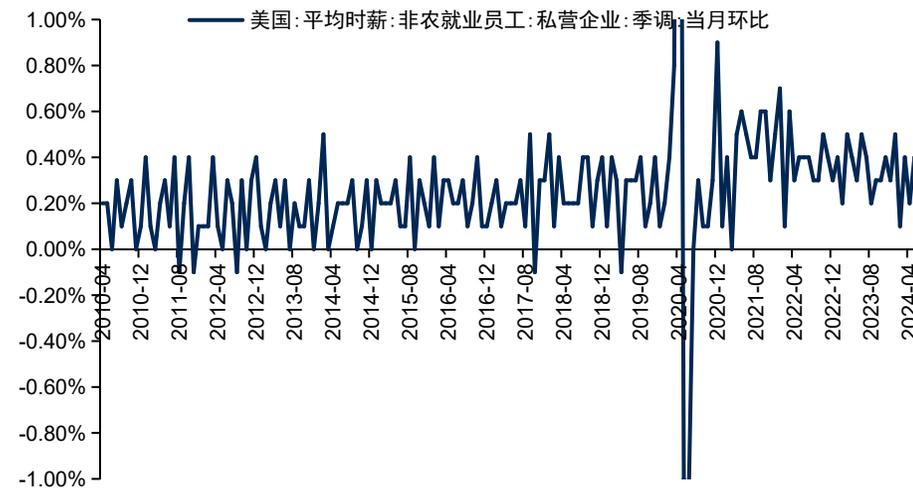
- ◆ **7月核心PCE略低于预期。**8月末，PCE数据公布，美国7月核心PCE物价指数同比上升2.6%，预估2.7%，前值2.6%；环比上升0.2%，预估0.2%，前值0.2%。通胀数据回落，为美联储9月开启降息周期奠定基础。
- ◆ **7月住房服务通胀环比有所反弹。**美国7月CPI同比增加2.9%，前值3.0%，市场预期3.0%；核心CPI同比增加3.2%，前值3.3%，市场预期3.2%。其中，7月住所CPI当月同比增长5.1%，前值为5.2%，此前2023年3月高点为8.3%；当月环比增长0.3%，前值为0.2%，住房通胀韧性仍在。住房价格在美国核心PCE价格指数中占比达40%。对利率敏感的地产行业在去年就出现弱化，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。Zillow实时租金指数环比增速逐步回落，其领先于住房租金约半年左右的时间，所以预计今年下半年住房通胀仍有下降的空间。
- ◆ **7月时薪增速低于预期。**7月平均时薪同比增速录得3.6%，低于预期的3.7%，也低于前值的3.8%；平均时薪环比增速录得0.2%，分别低于预期和前值的0.3%。薪资涨幅收窄可能有利于通胀形势转好。

图：美国CPI和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



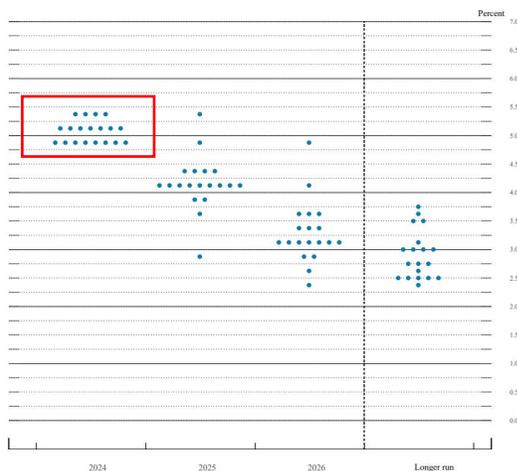
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

7月议息会议保持利率不变，市场预期9月开启降息

- ◆ **7月议息会议保持利率不变。**7月31日，美联储发布7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。这是美联储自去年9月份以来连续第八次会议维持利率不变。委员会力求在长期内实现最大就业和2%通货膨胀率。委员会认为，实现其就业和通胀目标的风险继续趋于平衡。经济前景不明朗，委员会关注其双重任务中的双方面风险。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。
- ◆ **鲍威尔“杰克逊霍尔”全球央行年会演讲：The time has come for policy to adjust。**北京时间8月23日晚，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会发表重磅讲话。鲍威尔表示“现在是政策调整的时候了。前进的方向很明确，降息的时间和速度将取决于即将公布的经济数据、不断变化的前景和风险的平衡。”
- ◆ **市场预期9月份开启降息。**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，美国各项经济数据走弱，对其衰退交易频现，坚定了市场认为美联储即将于9月份开启降息周期的预期。目前CME预测显示，9月降息25bp的概率为61%，降息50bp的概率为39%。

图：美联储议息会议纪要点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

图：CME利率预测（9月5日）

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES												
	200-225	225-250	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%	39.0%	61.0%
2024/11/7				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.2%	49.3%	32.5%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.3%	34.1%	40.7%	15.9%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	16.3%	35.9%	33.7%	11.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.6%	20.6%	35.5%	28.8%	8.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.5%	4.8%	18.3%	33.1%	29.9%	12.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.3%	3.3%	13.5%	27.8%	31.0%	18.4%	5.2%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.1%	1.6%	7.7%	19.7%	29.2%	25.5%	12.7%	3.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.6%	3.6%	11.6%	22.8%	28.0%	21.4%	9.6%	2.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME Group，国信证券经济研究所整理

央行购金对金价形成中长期推力

- ◆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。
- ◆央行购金对金价形成中长期推力。世界黄金协会数据显示，2022年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，全年量达1037吨，成为最强劲的需求支撑点；新兴市场的黄金配置需求持续提升。今年上半年，各国央行购金量达483吨，虽然金价上涨可能会影响各国央行对黄金的需求，但净购买的长期趋势保持不变。

表：全球黄金供需平衡表（吨）

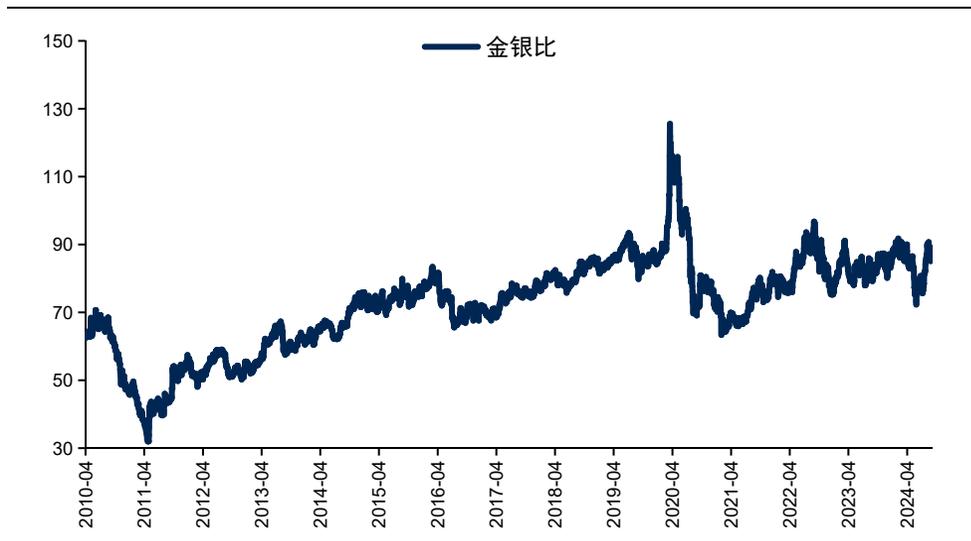
	2022	2023	2023年第1季度	2023年第2季度	2023年第3季度	2023年第4季度	2024年第1季度	2024年第2季度
供应量								
金矿产量	3,624.80	3,644.40	855.10	900.90	940.40	939.90	859.10	929.10
生产商净套保量	-13.10	17.00	39.40	-19.50	19.40	15.90	-24.50	-6.30
回收金	1,140.10	1,237.30	311.90	323.90	289.20	314.00	348.50	335.40
总供应量	4,751.90	4,898.80	1,206.40	1,205.30	1,249.00	1,269.70	1,183.10	1,258.20
需求量								
金饰制造	2,195.40	2,168.00	531.00	493.70	581.70	585.80	534.40	410.60
科技用金	308.70	297.80	71.20	71.00	75.40	80.20	80.50	81.10
投资需求	1,113.00	945.10	275.30	252.50	155.80	257.10	200.40	253.90
金条和金币总需求量	1,222.60	1,189.50	303.90	273.70	295.00	312.90	313.40	261.00
黄金ETFs及类似产品	-109.50	-244.40	-28.60	-21.10	-139.20	-55.70	-113.00	-7.20
各国央行和其他机构	1,081.90	1,037.40	286.20	173.60	357.70	219.60	299.90	183.40
黄金需求	4,699.00	4,448.40	1,163.70	990.80	1,170.60	1,142.80	1,115.20	929.00
场外交易和其他需求	52.80	450.40	42.70	214.50	78.40	126.90	67.90	329.20
总需求	4,751.90	4,898.80	1,206.40	1,205.30	1,249.00	1,269.70	1,183.10	1,258.20
LBMA黄金价格（美元/盎司）	1,800.09	1,940.54	1,889.90	1,975.90	1,928.50	1,971.50	2,069.80	2,338.20

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

金银比走扩，预计降息后有望收敛

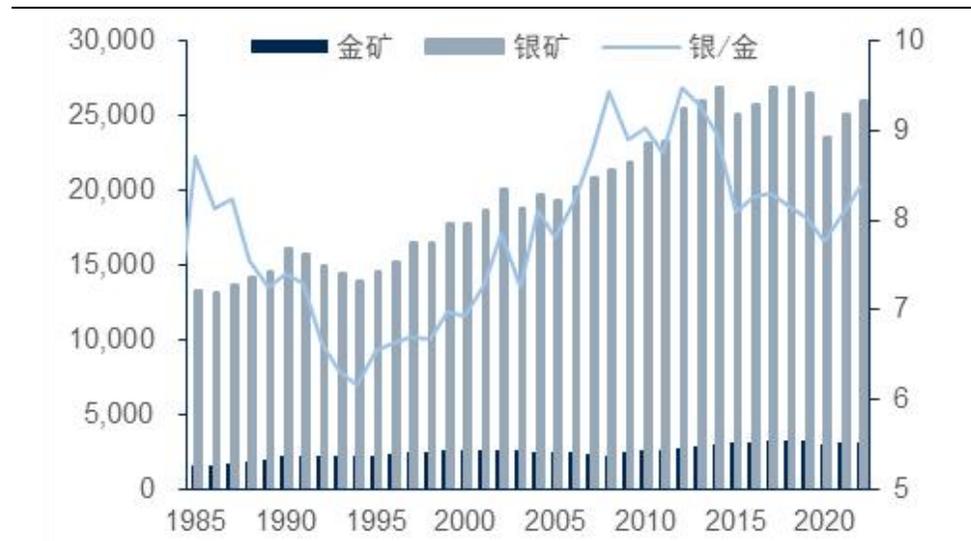
- ◆ 作为贵金属，白银具备金融属性，其历史价格变动方向与黄金相似，也呈现出与美元实际利率的负相关关系，价格受投资需求驱动，且波幅通常较黄金更剧烈。但同时，白银的工业需求在实物需求的占比长期超过40%，具备商品属性，虽然存量规模大，但价格也会受到供需影响，历史上银价也经常与铜等大宗商品显示出相关性。复盘银价历史波动，银价走势受多因素影响，不同时期主导银价走势的因素各不相同。
- ◆ 白银工业需求有望持续增长。光伏用银需求景气度高，此外汽车电子元件领域以及消费电子领域白银需求也有望增长。世界白银协会预计2024年白银工业需求同比有望增长4%，创历史新高。白银珠宝银器需求有望继续增长，印度是全球白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银的普及有望带动其白银消费的增长。
- ◆ 金银比中枢有望逐步回归。1968年来金银比均值为58.01，2010年来均值为71.78，金银比中枢有所提升。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。近期，市场交易美国经济衰退风险，白银受到工业属性的拖累，价格出现调整，金银比走扩，目前金银比接近90，处历史较高水平；后市，预计随着美联储降息周期开启，工业属性有望修复，金银比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

2024年指标增速明显放缓，稀土价格底部回升

- **2024年稀土矿开采指标同比增速6%，8月内稀土价格涨幅10%左右。**2023年，我国稀土矿开采指标25.5万吨，同比增长21.4%；稀土冶炼分离指标24.4万吨，同比增长20.7%。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；8月20日下达第二批指标，与第一批持平；2024年全年轻稀土与中重稀土开采指标较2023年增长5.9%。国内稀土供给增速放缓的同时，上半年海外轻稀土供给出现负增长，美国Mountain Pass 2024H1稀土矿产量2.02万吨，同比下滑6%；澳大利亚Mount Weld 2024H1稀土矿产量5733吨，同比下滑35%。近期稀土价格从底部回升，截至2024年9月6日，氧化镨钕、氧化镝、氧化铽价格分别为43.45万元/吨、178.5万元/吨、572.5万元/吨，较8月初分别上涨16%、3%、11%。

2023年国内指标充裕，2024年指标增速放缓



- 稀土开采、冶炼分离总量指标持续增长，但增速放缓。**2023年，我国稀土矿开采指标25.5万吨，同比增长21.4%；稀土冶炼分离指标24.4万吨，同比增长20.7%。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；8月20日下达第二批指标，与第一批持平；2024年全年轻稀土与中重稀土开采指标较2023年增长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。

表：稀土矿指标（单位：吨）

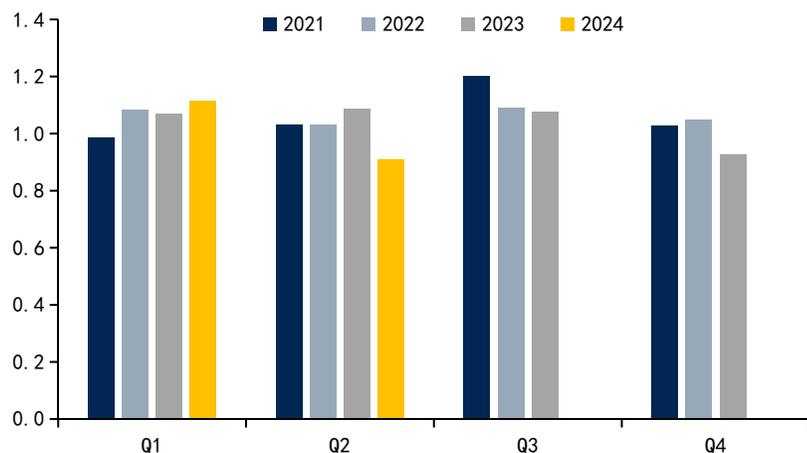
稀土矿指标		中国稀土集团有限公司	中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	广东省稀土产业集团有限公司	厦门钨业股份有限公司	合计
2023年第一批	岩矿型稀土	28114	80943	0	0	109057
	离子型稀土	7434	0	1543	1966	10943
	合计	35548	80943	1543	1966	120000
2023年第二批	岩矿型稀土	26086	85707	0	0	111793
	离子型稀土	5576	0	1157	1474	8207
	合计	31662	85707	1157	1474	120000
2023年第三批	岩矿型稀土	3000	12000	0	0	15000
	离子型稀土		0	0	0	0
	合计	3000	12000	0	0	15000
2023年全年	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
2024年第二批	岩矿型稀土	31920	94070			125990
	离子型稀土	9010				9010
	合计	40930	94070			135000
2024年全年	岩矿型稀土	62200	188650			250850
	离子型稀土	19150				19150
	合计	81350	188650			270000

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

海外轻稀土矿供给上半年呈现负增长

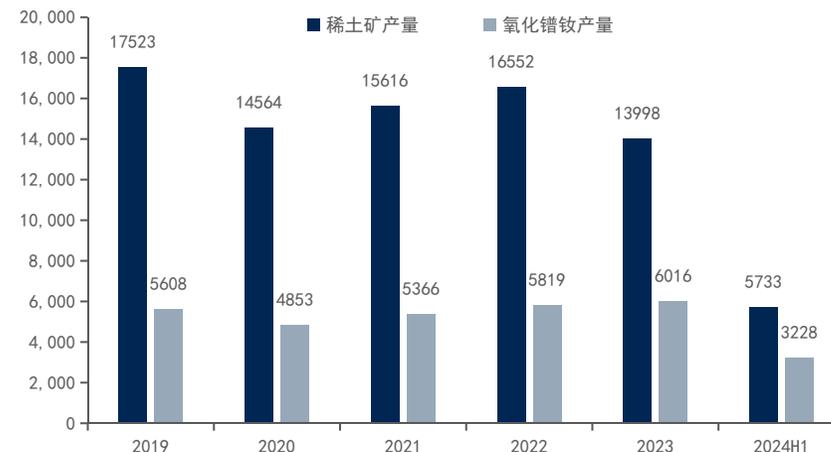
- **美国Mountain Pass 2024H1稀土矿产量2.02万吨，同比下滑6%。**Mountain Pass以产出氟碳铈轻稀土矿为主，稀土储量约130万吨REO，平均REO品位为7.98%。在二十世纪六十年代到九十年代间，Mountain Pass是全球最重要的稀土供应来源；随着中国稀土产业的崛起，MP逐步停产；2017年，MP Materials接手MP矿山，随后立刻开始恢复工作，产能开始逐步爬坡。2021年起，公司稀土精矿的产量达到了4万吨REO/年，2021-2023年，MP的稀土矿产量分别为4.24/4.25/4.16万吨REO。2023年11月，公司公告称计划扩大产能至6万吨/年，预计在4年内达产，但今年上半年公司稀土矿产量仅2.02万吨REO，较2023H1的2.15万吨同比下滑了6%左右。
- **澳大利亚Mount Weld 2024H1稀土矿产量5733吨，同比下滑35%。**Mt Weld是全球另一重要的在产稀土矿山，储量丰富、品位高，以轻稀土为主。截至2024年6月，Mt Weld稀土氧化物总储量达206.4万吨REO，相较于2018年增加了22%，但氧化物含量却从8.6%下降至6.4%。2000年，Lynas获得Mt Weld矿权，经过勘探、试冶等，于2008年开始开采，设计产能2.5万吨/年。2021-2023年，公司稀土矿产量分别为1.56/1.66/1.40万吨REO。2024H1，公司稀土矿产量5733吨，较2023H1的8823吨同比下滑35%左右。

图：Mountain Pass稀土精矿单季度产量（单位：万吨REO）



资料来源：MP Materials，国信证券经济研究所整理

图：Lynas稀土矿产量（吨REO）、氧化镨钕产量（吨）

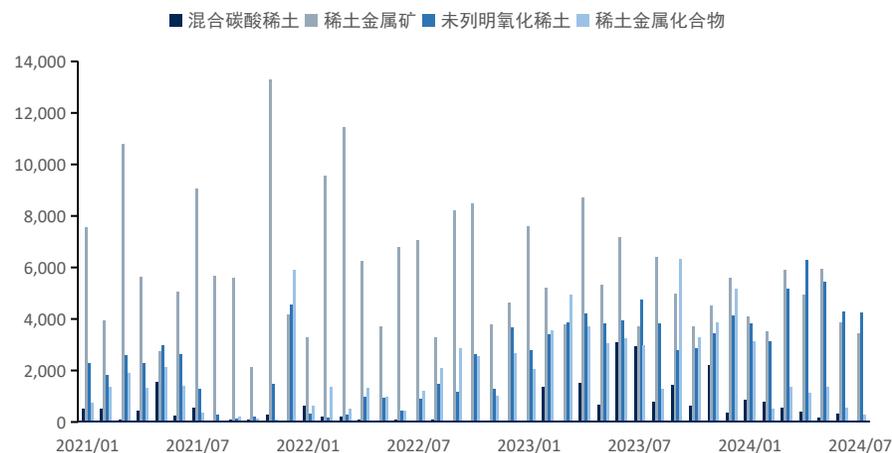


资料来源：Lynas，国信证券经济研究所整理

7月稀土产品产量环比有所下滑

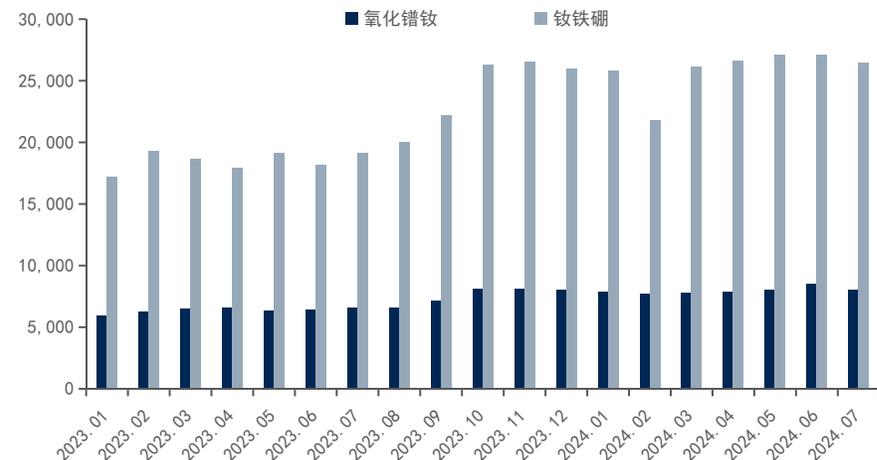
- **稀土是我国重要的战略金属。**2023年11月3日，国务院常务会议研究推动稀土产业高质量发展有关工作，会议指出，稀土是战略性矿产资源。要统筹稀土资源勘探、开发利用与规范管理，统筹产学研用等各方面力量，积极推动新一代绿色高效采选冶技术研发应用，加大高端稀土新材料攻关和产业化进程，严厉打击非法开采、破坏生态等行为，着力推动稀土产业高端化、智能化、绿色化发展。
- **行业高度集中，供应有序。**长期以来，稀土产业发展受到高度重视，行业管控不断加强，资源配置愈发合理。2022年至今，中国稀土集团先后与江铜集团、广晟集团、湖南省人民政府、四川省自然资源投资集团、云南省人民政府、厦门钨业展开合作，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。
- **国内稀土产品产量有所下滑。**2024年7月，氧化镨钕产量8006吨，环比下滑5.43%，同比增长21.67%。氧化镓产量304吨，环比下滑3.49%，同比增长19.22%；氧化铽产量51吨，环比下滑10.53%，同比增长10.87%。钕铁硼产量26,465吨，环比下滑2.41%，同比增长38.45%。

图：稀土进口情况（单位：吨，截至2024年7月）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：氧化镨钕和钕铁硼产量（单位：吨，截至2024年7月）

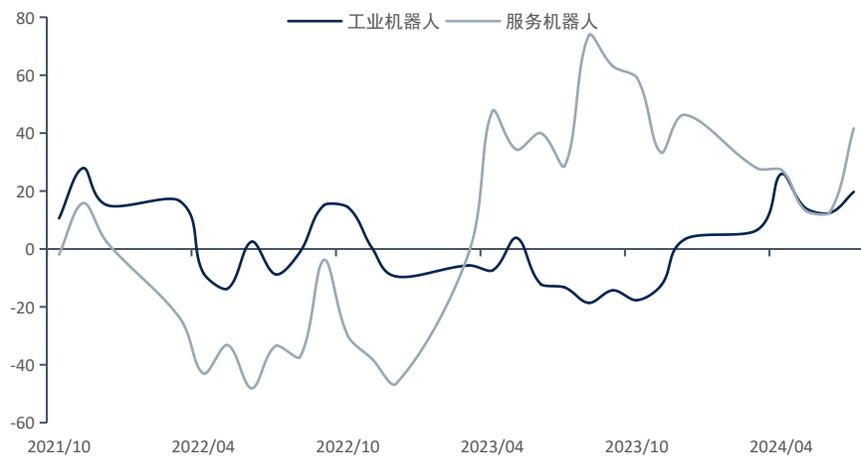


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

需求稳步增长，短期采购偏弱

- **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7月销量为99.1万辆，同比增长27.1%。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。
- **人形机器人产业保持增长。**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（%，截至2024年7月）



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，%，截至2024年7月）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- **稀土价格已经出现底部反弹。**2023年因稀土需求实际表现相对平淡，而供给指标增量相对充裕，价格弱势运行。2024年全年指标同比增速不到6%，且上半年在价格下跌和成本抬升的双重压力下海外轻稀土供应出现负增长，全球来看稀土供给侧出现明显的边际收窄，稀土价格也因此从底部回升。截至2024年9月6日，氧化镨钕、氧化镝、氧化铽价格分别为43.45万元/吨、178.5万元/吨、572.5万元/吨，较8月初分别上涨16%、3%、11%。8月，北方稀土集团产品挂牌价平挂公布，氧化镨钕挂牌价仍为38.48万元/吨，金属镨钕价格为47.8万元/吨；目前9月挂牌价尚未公布。

图：氧化镨钕及氧化铽价格（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、铜陵有色、中国铝业、中国宏桥、天山铝业、南山铝业、神火股份、云铝股份、赤峰黄金、山金国际、北方稀土。

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	14.8	3,821.1	0.80	1.18	1.31	18.5	12.5	11.3	3.2	000932.SZ	华菱钢铁	优于大市	3.6	251.5	0.74	0.47	0.59	5.0	7.7	6.2	0.7
603993.SH	洛阳钼业	优于大市	6.9	1,428.9	0.38	0.52	0.56	18.2	13.3	12.3	2.1	600497.SH	驰宏锌锗	优于大市	4.7	241.3	0.28	0.43	0.49	16.8	11.0	9.7	1.6
600547.SH	山东黄金	优于大市	25.7	1,040.6	0.42	0.91	1.33	61.1	28.2	19.3	4.3	603979.SH	金诚信	优于大市	38.0	234.6	1.71	2.60	4.01	22.2	14.6	9.5	3.4
601600.SH	中国铝业	优于大市	6.5	1,020.3	0.39	0.81	0.85	16.5	8.0	7.6	1.7	000960.SZ	锡业股份	优于大市	13.2	216.8	0.86	1.42	1.57	15.4	9.3	8.4	1.3
1378.HK	中国宏桥	优于大市	9.1	861.4	0.85	2.13	2.15	10.7	4.3	4.2	0.7	000878.SZ	云南铜业	优于大市	10.7	215.0	0.90	1.04	1.20	11.9	10.3	8.9	1.6
600489.SH	中金黄金	优于大市	12.6	609.8	0.61	0.77	0.89	20.6	16.3	14.1	1.9	002738.SZ	中矿资源	优于大市	28.4	207.0	3.15	1.30	1.88	9.0	21.8	15.1	2.3
600111.SH	北方稀土	优于大市	16.8	605.5	0.66	0.18	0.55	25.5	93.1	30.5	3.4	000426.SZ	兴业银锡	优于大市	10.5	192.0	0.53	1.03	1.09	19.8	10.1	9.6	2.7
000708.SZ	中信特钢	优于大市	11.2	563.3	1.13	1.13	1.17	9.9	9.9	9.5	1.9	002756.SZ	永兴材料	优于大市	31.8	171.2	6.33	2.54	2.84	5.0	12.5	11.2	2.2
002460.SZ	赣锋锂业	优于大市	26.2	484.5	2.46	0.13	0.95	10.7	201.7	27.6	1.8	1258.HK	中国有色矿业	优于大市	4.4	170.3	0.53	0.73	0.87	8.3	6.0	5.0	1.9
000975.SZ	山金国际	优于大市	15.8	437.6	0.51	0.83	0.93	30.7	19.0	16.9	3.7	000060.SZ	中金岭南	优于大市	4.0	151.0	0.18	0.22	0.24	22.4	18.4	16.8	1.3
600219.SH	南山铝业	优于大市	3.6	419.2	0.30	0.37	0.38	11.9	9.7	9.4	0.7	601677.SH	明泰铝业	优于大市	12.0	148.9	1.31	1.21	1.33	9.1	9.9	9.0	0.9
002466.SZ	天齐锂业	优于大市	26.1	414.0	4.45	(2.14)	2.17	5.9	(12.2)	12.0	1.7	601137.SH	博威合金	优于大市	13.7	107.0	1.43	1.91	2.26	9.6	7.2	6.1	1.8
000807.SZ	云铝股份	优于大市	11.6	402.3	1.14	1.31	1.35	10.2	8.9	8.6	1.7	300811.SZ	铂科新材	优于大市	37.4	105.1	1.29	1.46	1.91	29.0	25.6	19.6	5.8
000630.SZ	铜陵有色	优于大市	2.9	376.1	0.21	0.31	0.41	14.0	9.5	7.2	1.3	002240.SZ	盛新锂能	优于大市	11.3	103.7	0.77	0.99	1.08	14.6	11.4	10.4	1.6
601168.SH	西部矿业	优于大市	14.5	345.5	1.17	1.37	1.86	12.4	10.6	7.8	2.3	600595.SH	中孚实业	优于大市	2.3	92.6	0.29	0.37	0.46	8.0	6.2	5.0	1.1
000933.SZ	神火股份	优于大市	13.5	304.2	2.65	2.19	2.58	5.1	6.2	5.2	2.1	002182.SZ	宝武镁业	优于大市	9.0	88.8	0.46	0.64	0.93	19.5	14.0	9.6	2.7
002532.SZ	天山铝业	优于大市	6.3	294.5	0.48	0.87	0.91	13.2	7.3	7.0	1.2	603876.SH	鼎胜新材	优于大市	8.8	78.3	0.61	0.57	0.71	14.4	15.4	12.4	1.8
600988.SH	赤峰黄金	优于大市	17.3	287.4	0.49	1.07	1.31	35.2	16.1	13.2	4.1	002540.SZ	亚太科技	优于大市	4.9	60.9	0.46	0.58	0.72	10.5	8.4	6.8	1.5
600282.SH	南钢股份	优于大市	4.2	260.2	0.34	0.37	0.43	12.2	11.4	9.8	0.9	603612.SH	索通发展	优于大市	10.4	56.0	(1.40)	0.77	1.70	(7.4)	13.5	6.1	1.4

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、中国有色矿业的股价和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