

降息博弈：金铜价格的六次演变往事

报告要点

本周专题探讨：以史为鉴，如何看待降息之后的金铜价格？

专题要点：复盘历史可以发现，在降息后，降息因子被淡化，价格涨跌取决于具体市场对经济的预期。历史上不管是预防式降息还是纾困式降息，在完整降息周期中，黄金的胜率更高。对于降息短周期来说，降息日之后的1个月内，历史上黄金大概率上涨，铜则表现不一（如果纾困式降息，铜价表现也尚可）。

在每一次预防式降息落地之时，似乎美国经济都预期会走向软着陆，但真正实现软着陆的次数却不多，比如1995年和2019年（如果不考虑2020年疫情影响），在软着陆的降息周期内，黄金和铜大概率处于震荡走势。如果降息没有阻止经济衰退，黄金的表现或更强，但需注意流动性问题或美元是否强势等问题。

本轮降息周期或可类比2019年降息周期，首次降息类似“预防式降息”，软着陆预期较强。此外，2024年9月13号拜登政府发布了对华新加征301关税的最终细则，对中国的电动汽车、太阳能电池、起重机、医疗用品等商品加征不同的关税，于9月27号开始施行。和2019年不同的是，2024年面临美国大选、通胀粘性较高等问题。

目前市场预期2024年降息3次，我们认为接下来的交易节奏具体要看市场的预期，交易衰退预期或者再通胀预期。如果是交易衰退预期，黄金表现或更强、铜震荡走弱；如果是再通胀交易，黄金和铜均有上涨动力，铜的涨幅或更高，一如今年年初的行情。

本周主要观点更新：

1) **贵金属：**降息周期内，黄金确定性更强。2) **铜：**短期具备不确定性，看好中长期铜价。3) **铝：**高盈利有望持续，绿电铝可能分化。4) **铅锌：**海外锌矿复产暂未缓解矿端紧张预期，关注冶炼减产进展。5) **锡：**宏观回暖美股半导体指数反弹，锡价短期震荡偏强。6) **镍：**宏观受益或弹性最大，关注印尼矿端溢价边际变化。7) **钨：**钨价偏弱整理，资源偏紧预期支撑价格。8) **锑：**出口收紧落地，海外价格继续上涨。9) **钼：**钢招需求旺盛，钼价保持稳定。10) **稀土：**重点品种价格9月将延续涨势。11) **钛：**钛矿市场弱势稳定，海绵钛减产缓解库存压力。

金属价格涨跌：

贵金属周度涨跌幅：COMEX金(+3.87%)；COMEX银(+8.03%)；

工业金属周度涨跌幅：LME铜(+3.38%)，LME铝(+5.62%)，LME铅(+3.65%)，LME锌(+7.19%)，LME镍(+0.38%)，LME锡(+3.03%)；

稀有小金属周度涨跌幅：碳酸锂(+2.42%)，钨精矿(-1.1%)，钴(-1.73%)；

风险提示： 1、下游需求不及预期；2、产品价格波动；3、宏观经济超预期

有色金属

评级：看好

日期：2024.09.19

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

☎：021-61102510

✉：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

分析师 于柏寒

登记编码：S0950523120002

☎：021-61102510

✉：yubaihan@wkzq.com.cn

分析师 何能锋

登记编码：S0950524080001

☎：021-61102510

✉：henengfeng@wkzq.com.cn

行业表现

2024/9/18



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《有色金属脉动跟踪：基本金属回落，稀土逐步反弹》(2024/9/12)
- 《锂矿行业拐点将至？——A股锂矿行业2024年中报点评》(2024/9/11)
- 《稀土供需改善，价格有望持续回暖》(2024/9/11)
- 《锑行业点评：深度分析极地黄金数据，锑价是否迎阶段性拐点？》(2024/9/11)
- 《新材料：凛冬已过春不远》(2024/9/10)
- 《单月钢招量创新高，钼价长期看好》(2024/9/5)
- 《英伟达数据中心业务持续高增，华为2024上半年业绩亮眼》(2024/9/5)
- 《锑系列深度二：供给告别“宽松时代”》(2024/9/4)

内容目录

第一部分专题探讨：复盘历史，降息之后金铜价格如何变动？	4
美国降息可分为预防式降息和纾困式降息	4
降息后短周期维度，黄金胜率更大	4
纾困式降息周期：历史均走向衰退，黄金长周期胜率优于铜	5
预防式降息周期：历史上真正实现软着陆概率较小，其他“宏观因素”影响较大	6
本轮周期更似哪轮周期？——2019年周期或可比拟	8
第二部分观点更新：	9
1、贵金属：降息周期内，黄金确定性更强	9
2、工业金属	9
1) 铜：短期具备不确定性，看好中长期铜价	9
2) 铝：高盈利有望持续，绿电铝可能分化	9
3) 铅锌：海外锌矿复产暂未缓解矿端紧张预期，关注冶炼减产进展	10
4) 锡：宏观回暖美股半导体指数反弹，锡价短期震荡偏强	10
5) 镍：宏观受益或弹性最大，关注印尼矿端溢价边际变化	10
3、战略小金属	10
1) 钨：钨价偏弱整理，资源偏紧预期支撑价格	10
2) 锑：出口收紧落地，海外价格继续上涨	11
3) 钼：钢招需求旺盛，钼价保持稳定	11
4) 稀土：重点品种价格9月将延续涨势	11
5) 钛：钛矿市场弱势稳定，海绵钛减产缓解库存压力	11
第三部分：宏观趋势及行业动态	11
1、宏观趋势	12
2、行业动态	13
第四部分：金属价格及板块行情	13
1、贵金属	13
2、工业金属	14
3、稀有小金属	15
4、板块表现	16
第五部分 风险提示	17

图表目录

图表 1: 美联储历次降息背景.....	4
图表 2: 降息周期, 黄金和铜价涨跌幅.....	5
图表 3: 2001 年 1 月首次降息后, 金铜价格变化.....	6
图表 4: 2007 年 9 月首次降息后, 铜金价格走势.....	6
图表 5: 1984 年 9 月降息周期.....	7
图表 6: 1989 年 6 月降息周期.....	7
图表 7: 1995 年 7 月降息周期.....	8
图表 8: 2019 年 7 月降息周期.....	8
图表 9: CME FedWatch Tool - Conditional Meeting Probabilities.....	9
图表 10: 全球 PMI 逐步迎来拐点.....	12
图表 11: 美国 GDP 仍然相对强势.....	12
图表 12: 通胀水平回归合理区间,但难回 2%以下.....	12
图表 13: 美国流动性持续低位.....	12
图表 14: 中国 PMI 承压.....	12
图表 15: 中国固定资产投资低位震荡.....	12
图表 16: 地产依然疲软.....	13
图表 17: 汽车、家电逐步修复.....	13
图表 18: 贵金属价格及涨跌幅.....	13
图表 19: 黄金价格.....	14
图表 20: 白银价格.....	14
图表 21: 钯价格.....	14
图表 22: 铂价格.....	14
图表 23: 工业金属价格及涨跌幅.....	14
图表 24: 铜价及库存.....	15
图表 25: 铝价及库存.....	15
图表 26: 铅价格及库存.....	15
图表 27: 锌价格及库存.....	15
图表 28: 锡价格及库存.....	15
图表 29: 镍价格及库存.....	15
图表 30: 稀有小金属价格及涨跌幅.....	16
图表 31: 稀土价格及涨跌幅.....	16
图表 32: 指数变化.....	16
图表 33: 估值变化.....	17
图表 34: 有色板块涨跌幅.....	17
图表 35: 上市公司股价涨跌幅.....	17

第一部分专题探讨：复盘历史，降息之后金铜价格如何变动？

9月降息目前已成定局，商品价格在降息前期，围绕经济数据而波动，那么降息之后黄金和铜价如何变化，我们复盘历史希望能够总结出一些规律。

美国降息可分为预防式降息和纾困式降息

自1984年以来，美国经历了6轮降息周期（不考虑2011-2016年的QE）。由于每轮降息周期的诱因不同，商品表现的价格也不尽相同，针对降息的原因大概可以分为下列2种：

预防式降息：指通胀比较稳定，失业率也处于阶段性低位，但存在潜在的经济衰退风险。如果按照首次降息之后是否发生经济衰退，又可以进一步分为：

- 1) 降息之后发生经济衰退：1989.6（1990.8发生了衰退）、2019.8（2020.3发生了衰退）。
- 2) 降息之后未发生经济衰退：1984.9、1995.7。

纾困式降息：降息主要为了应对金融危机。比如2001.1（为了应对互联网泡沫，但2001.4发生衰退）和2007.9（为了应对次贷危机，但2008.1发生衰退）。

图表 1：美联储历次降息背景

首次降息时间-末次降息	失业率、核心CPI 同比	降息背景	经济衰退起始时间	降息类型
1984.9-1986.8	失业率：7.3% 核心CPI同比： 5.1%	通胀稳定，预防衰退	未衰退	预防式
1989.6-1992.9	失业率：5.3% 核心CPI同比： 4.5%	通胀稳定，预防衰退，储贷危机	1990.8	预防式
1995.7-1996.1	失业率：5.7% 核心CPI同比：3%	通胀稳定，预防衰退	未衰退	预防式
2001.1-2003.6	失业率：4.2% 核心CPI同比： 2.6%	互联网泡沫危机	2001.4	纾困式
2007.9-2008.12	失业率：4.7% 核心CPI同比： 2.1%	次贷危机	2008.1	纾困式
2019.8-2020.4	失业率：3.7% 核心CPI同比： 2.4%	通胀稳定，预防衰退	2020.3	预防式

资料来源：《美联储历次降息的背景、影响及启示》、美联储，五矿证券研究所

注：没考虑美联储在1987年11月和1998年9月的暂时性降息

降息后短周期维度，黄金胜率更大

针对降息周期内，我们回答以下3个问题：降息周期的最高点和最低点出现在哪里？降息落地后短周期（1-3个月）及长周期（3个月以上）黄金和铜的价格走势如何？

不管是纾困式降息周期还是预防式降息周期，在完整的降息长周期内，黄金的胜率更高。对于降息短周期来说，降息日之后的1个月内，黄金大概率上涨，铜则表现不一（如果纾困式

降息，铜价表现也尚可)。

图表 2: 降息周期, 黄金和铜价涨跌幅

		1984.9-1986.8	1989.6-1992.9	1995.7-1996.1	2001.1-2003.6	2007.9-2008.12	2019.8-2020.4
降息后1个月内	金价	0.2%	6%	-0.2%	0%	6%	8%
	铜价	0.2%	-3%	0.7%	4%	3%	-5%
	美元	-0.7%	-4%	1.5%	0%	-2%	0%
	降息幅度	1.25	0	0	0.5	0	0.25
降息后3个月内	金价	-9%	-1.3%	0%	-4%	11%	7%
	铜价	5%	16.8%	-5%	-4%	-16%	-2%
	美元	1%	0.4%	4%	5%	-2%	-1%
	降息幅度	2.75	0.5	0	1	0.5	0.75
降息后6个月内	金价	-4%	10%	3%	0%	36%	12%
	铜价	12%	-2%	-13%	-9%	8%	-6%
	美元	5%	-6%	5%	8%	-9%	-1%
	降息幅度	2.88	1.06	0.25	2.25	2.50	0.75
降息后12个月内	金价	-6%	-1%	-1%	4%	18%	40%
	铜价	8%	2%	-35%	-17%	-11%	7%
	美元	-6%	-10%	8%	5%	-1%	-5%
	降息幅度	3.25	1.31	0.50	4.25	2.75	2.25
末次降息	金价	14%	-6%	5%	30%	19%	7%
	铜价	5%	3%	-15%	-4%	-60%	-11%
	美元	-29%	-23%	7%	-15%	1%	-1%
	降息幅度	5.375	6.5625	0.5	5	4.5	2.25

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

注: 以降息日为基准

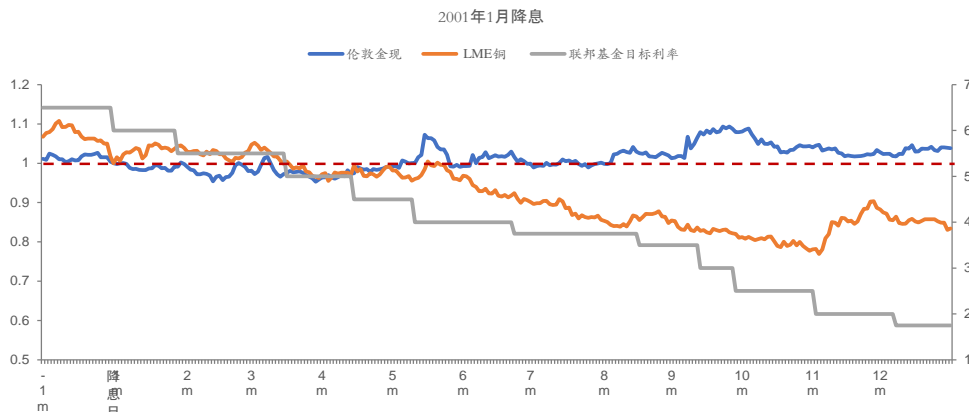
纾困式降息周期: 历史均走向衰退, 黄金长周期胜率优于铜

针对纾困式降息(2001.1、2007.9): 2次降息短周期内黄金和铜表现虽然迥异, 但在完整降息周期内的黄金价格表现优于铜(黄金在两轮周期的涨幅分别为30%和19%, 而铜价均下跌)。只不过, 降息过程中价格涨跌有所异同, 和具体的经济预期有关。综合来看, 在这两轮纾困式降息期间均发生了经济衰退, 黄金在衰退阶段的表现要优于铜, 但需注意美元信用地位变化、地缘冲突、流动性风险等。具体来看:

1) 2001年1月开启的降息周期: 2000年末, 纳斯达克指数暴跌, 2001年1月3日美联储紧急降息, 市场未有太多预期, 降息后一天黄金跌、铜小幅上涨。在强美元地位的背景下, 在降息后3个月内, 黄金下跌、铜上涨的态势。在降息后3个月后(2001年4月), 美国经济步入衰退, 进入金涨、铜跌阶段。在此期间, 黄金的最高点出现在降息后第9个月-第10个月, 主要大背景为“911事件”、地缘政治冲突、市场担忧美国经济走弱等; 黄金最低点出现在降息后2个月。铜的最高点出现在降息短周期内, 主要和当时美国经济仍然偏强, 最低点出现在2001年11月, 和首次降息间隔11个月。

2) 2007年9月开启的降息周期: 2007年8月, 欧洲一家大型银行法国巴黎银行因涉及次级抵押贷款债务而暂停了三只基金, 这表明危机已波及全球。为了稳定金融市场, 防止全面信贷紧缩, 美联储采取降低联邦基金利率的措施。2007年9月之后, 次贷危机影响颇大, 2008年1月美国经济出现衰退, 在此期间黄金一路上涨, 于2008年3月达到最高点。铜在2007Q4和黄金走势背离, 主因美国经济走弱, 但跌幅不深。2008H1中国需求旺盛、美国出台减税政策等, 货币和财政政策双宽松, 铜高位震荡, 在2008年7月达至最高点。2008年7月之后, 发生流动性问题、实际利率上行, 黄金和铜价均下跌。

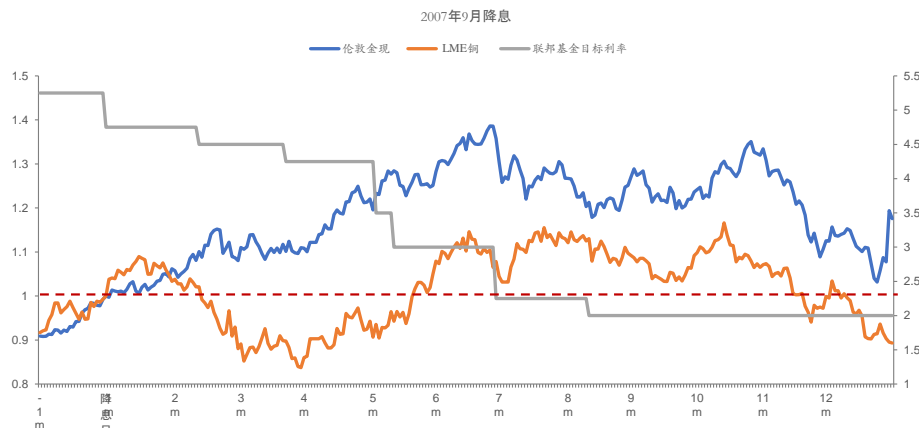
图表 3：2001 年 1 月首次降息后，金铜价格变化



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

注：以降息日为基准，数据均标准化处理；降息日之前一个月为-1m，之后一个月为 1m，以此类推

图表 4：2007 年 9 月首次降息后，铜金价格走势



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

预防式降息周期：历史上真正实现软着陆概率较小，其他“宏观因素”影响较大

在每一次预防式降息落地之时，似乎美国经济都预期会走向软着陆，但真正实现软着陆的次数却不多，比如 1995 年和 2019 年（如果不考虑 2020 年疫情影响），在软着陆的降息周期内，黄金和铜大概率处于震荡走势。如果降息没有阻止经济衰退，黄金的表现或更强，但需注意流动性问题或美元是否强势等问题。

1) 1984.9 降息周期：在对抗大通胀时期，联储加息至高利率，美元强劲。随着通胀得到控制且经济趋于稳定，美联储开始降息，帮助贸易平衡。降息开启后，黄金价格先涨后跌，铜价震荡上行，主因美元强势地位、经济尚好的大背景下。

2) 1989.6 降息周期：在 1989 年 2 月就业增长放缓时美联储及时结束了紧缩政策，6 月开启降息。1989 年几乎高达 10% 的联邦基金利率在 1992 年 9 月一路降至 3%，此次降息周期中，黄金和铜走势分化（除 1990 年年中的地缘冲突影响导致铜金价格共涨）。黄金的最高点出现在降息后的 8 个月内（1990 年 2 月），最低点出现在末次降息附近。铜的最高点出现在 1990 年 8 月的地缘冲突时期，最低点出现在 1990 年 1 月（降息后 7 个月内）。

3) 1995.7 降息周期：1995Q1 美国经济增速开始下滑，7 月美联储进行预防式降息。1995 年 7-12 月，联邦基金利率降至 5.5%，经济反应良好，失业率逐步下降，通胀稳定在 3% 以下，美国似乎实现了软着陆，黄金在此期间，主要以震荡为主；铜价在降息后 1 个月达到顶

峰（1995年8月）。1995年底和1996年初的预算之争和政府关门事件导致金融市场不确定性增加。市场担心长期的政治僵局可能导致美国政府借贷成本上升，甚至延迟偿还债务，1996年2月初，黄金价格达到最高峰（距离首次降息7个月），对应铜跌至低点。

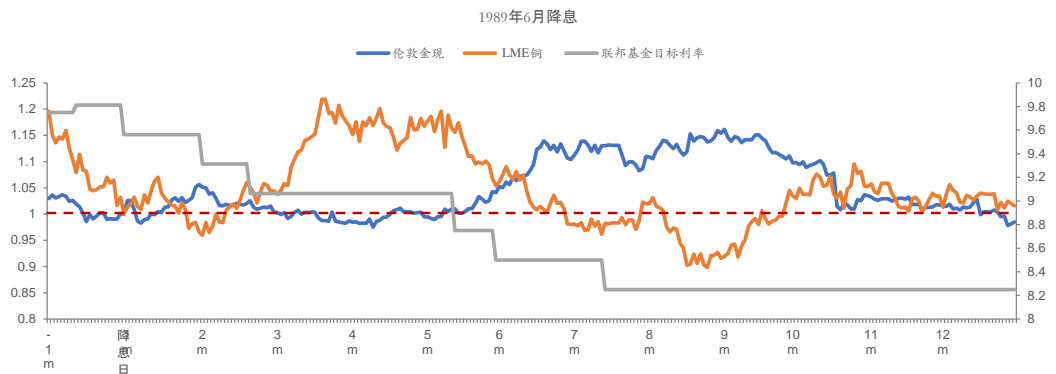
4) 2019.7 降息周期：2019年7月，鲍威尔表示虽然经济放缓尚不明显，此次降息旨在保护美国经济免受贸易不确定性、全球经济放缓和其他因素带来的影响，是一次“中期调整”，而非一系列降息的开始。在首次降息后一天，即8月2日，特朗普威胁要对中国商品征收更多关税，8月5日，中国停止购买美国农产品作为回应，叠加8-9月非农数据低于预期，市场重新交易衰退交易，黄金冲高，并于2019年9月达到最高点（距离降息2个月）。2019年9月之后，贸易战缓和，美联储在完成3次降息之后，市场认为实现了软着陆。在本轮周期中，黄金是先涨后震荡、铜震荡走弱后反弹。

图表 5：1984 年 9 月降息周期



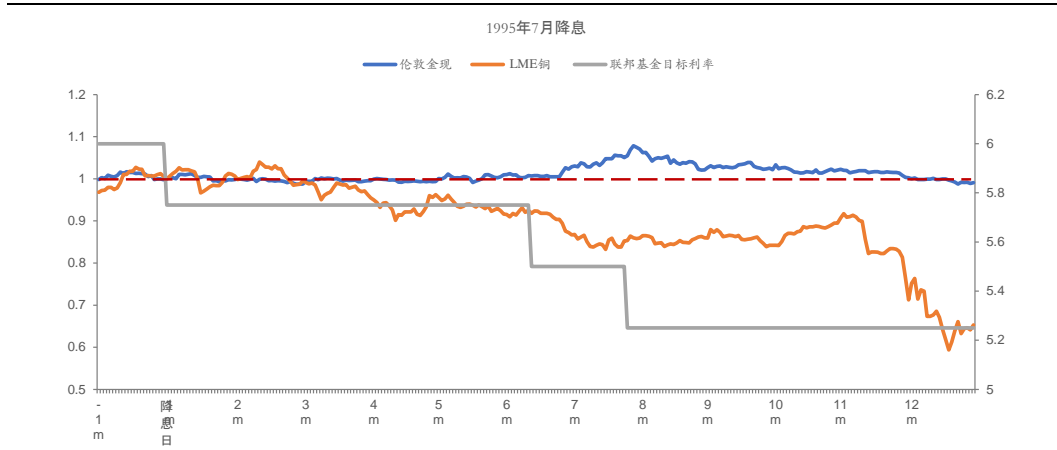
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 6：1989 年 6 月降息周期



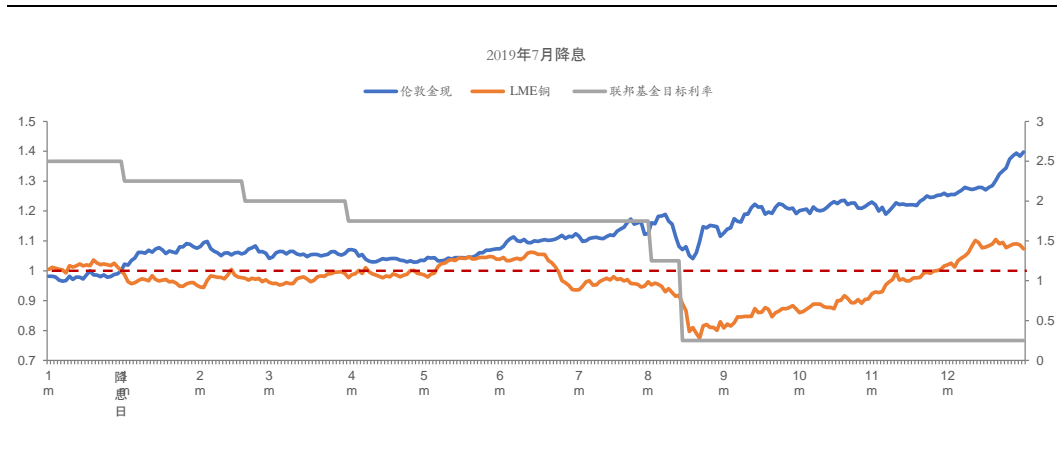
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 7：1995 年 7 月降息周期



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 8：2019 年 7 月降息周期



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

本轮周期更似哪轮周期？——2019 年周期或可比拟

复盘历史可以发现，在降息后，降息因子被淡化，价格涨跌取决于具体市场对经济的预期。本轮降息周期或可类比 2019 年降息周期：

- 1) 同：美国经济尚好，市场软着陆预期较强，首次降息类似“预防式降息”。除此之外，2024 年 9 月 13 号拜登政府发布了对华新加征 301 关税的最终细则，对中国的电动汽车、太阳能电池、起重机、医疗用品等商品加征不同的关税，于 9 月 27 号开始施行。
- 2) 异：和 2019 年不同的是，2024 年面临美国大选、通胀粘性较高等问题。

目前市场预期 2024 年降息 3 次，我们认为接下来的交易节奏具体要看市场的预期，交易衰退预期或者再通胀预期。如果是交易衰退预期，黄金表现或更强、铜震荡走弱；如果是再通胀交易，黄金和铜均有上涨动力，铜的涨幅或更高，一如今年年初的行情。

图表 9: CME FedWatch Tool - Conditional Meeting Probabilities (截止至 2024 年 9 月 17 日)

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES													
	175-200	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%	59.0%	41.0%
2024/11/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	29.8%	49.9%	20.3%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.6%	43.0%	30.5%	7.0%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	31.9%	36.4%	18.1%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	18.8%	33.7%	29.2%	12.3%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	17.9%	32.8%	29.5%	13.3%	2.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	2.8%	14.0%	28.7%	30.4%	17.7%	5.5%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	1.1%	7.1%	19.7%	29.4%	25.5%	13.1%	3.7%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.3%	2.7%	10.6%	22.3%	28.3%	22.1%	10.5%	2.8%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 五矿证券研究所

第二部分观点更新:

1、贵金属: 降息周期内, 黄金确定性更强

本周外盘黄金价格再创新高, 周内欧元降息、美国 8 月 PPI 同比 1.7%、低于预期的 1.8%。前“美联储三把手”支持降息 50 个基点、特朗普佛州高尔夫俱乐部附近发生枪击事件, 多因素叠加下, 伦敦金升再创新高。9 月 19 日凌晨美联储降息 50bp, 市场预期 2024 年降息 3 次, 往后看, 降息周期开启叠加地缘冲突和美国大选仍存不确定性, 黄金的胜率仍然较大。短期内我们认为金价的确定性更高, 长期要看美国经济预期是走向衰退或再通胀。

2、工业金属

1) 铜: 短期具备不确定性, 看好中长期铜价

短期具备不确定性, 看好中长期铜价。短期的不确定性主要集中在宏观面上。从历史来看, 在降息前后短周期内, 铜价大概率维持震荡或走弱, 取决于何种原因而引发的降息。一般而言, 降息之前经济数据走弱引发降息, 铜价震荡下行, 降息之后取决于经济是否发生硬着陆, 目前市场仍交易美国大概率会上演软着陆。本周受美联储降息预期升温影响, 叠加国内节前备货需求增加导致去库速度加快, 铜价重心上移; 基本面方面, 行业传统需求旺季, 但目前铜消费对铜价较为敏感, 自铜价回落后, 国内铜库存连续去库 10 周, 海外 LME 库存本周也实现去库。本周, 中国 TC 现货价格为 4.6 美元/吨, 较上周下降 0.1 美元/吨, 反应铜矿供应仍然偏紧。叠加冷料供应偏紧, 冶炼厂减产预期有望会逐步落地, 铜基本面对铜价形成支撑。下周美国、英国和日本均将公布利率决议, 中国也将公布中期借贷便利 MLF 中标利率和操作规模, 多国央行的货币政策将成为市场关注的焦点。

中长期来看, 在泛新能源、AI 等需求拉动下、矿端供应偏紧预期不变, 铜基本面对价格形成较强支撑, 我们看好中长期铜价不变。

2) 铝: 高盈利有望持续, 绿电铝可能分化

上周铝价受到宏观数据扰动出现小幅调整, 但国内外电解铝库存仍在下行通道, 对应即将到来的传统旺季, 下游补库需求可能抬升。目前, 国内电解铝产能利用率仍在 95% 以上, 电解铝高盈利情况下仍难有大体量供给增量, 铝价有望盈利震荡上行。我们判断, 铝价中枢有望提升至 1.9-2.1 万元/吨左右水平, 2024 年 Q2 中国电解铝加权平均现金成本 (含税) 为

16645 元/吨，完全成本 17680 元/吨，平均电价约 0.42 元/度。同时阳极价格下行，行业平均盈利 2000 元/吨以上。

中长期看，碳中和背景下，考虑国内电解铝产能天花板可控，全球范围内新增产能进入相对低增速。但行业盈利可能出现分化，向青海甘肃等非水清洁能源置换转移等方式实现产能爬坡、如果纳入碳交易系统，对于绿色供应链要求较高的终端消费领域可能（如新能源汽车、消费电子）加速绿电铝和火电铝价格分化。

3) 铅锌：海外锌矿复产暂未缓解矿端紧张预期，关注冶炼减产进展

短期铅锌价格可能承压，关注冶炼减产进展。2024 年主要增量之一的俄罗斯锌工厂 Ozeroye 已经于周三开始生产锌精矿，此前因 2023 年的火灾和美国制裁导致延期至 Q3，该项目预期 2025 年达到满负荷生产时锌精矿产量将高达 60 万吨。尽管供给增量开始进入市场，但上周 TC 持续下行，中国锌原料联合谈判（协调）小组（CZSPT）预计生产计划调整带来近百万吨的锌矿需求下行进展仍需观望，行业亏损带来减产逐步落地。2024 年 1-8 月国内精炼锌产量 416 万吨，同比下滑 3%，预计有望带来供需小幅修复，但锌锭过剩的扭转带来价格大幅反弹，仍需等待需求端的支撑。

4) 锡：宏观回暖美股半导体指数反弹，锡价短期震荡偏强

美股半导体指数反弹，锡价短期震荡偏强。供给方面，缅甸佤邦锡矿复产仍无消息，印尼出口继续恢复。据印尼贸易部数据显示，印尼 8 月精炼锡出口量为 6,436.27 吨，同比增长 29.12%，环比增长 88%。1-8 月印尼锡锭累计出口 2.46 万吨，同比减少 41%。需求方面，下游消费电子需求逐步回暖，光伏硅料价格继续反弹，需求有望迎来改善。库存方面，本周国内库存 -399 至 10808 吨，LME 库存+40 至 4725 吨，旺季到来国内继续去库。成本方面，随着全球锡矿品味下降叠加能源成本抬升，目前全球锡矿成本中枢不断上移，据 ITA，2027 年全球锡矿完全成本 90%分位线将上升至 3.38 万美元/吨。

短期看，锡价主要受宏观及美股影响，中长期看在供给偏紧，AI 加速发展、半导体行业周期逐步向上背景下，叠加新能源车和光伏的需求拉动下，锡价长期看好。

5) 镍：宏观受益或弹性最大，关注印尼矿端溢价边际变化

短期，整体供需变化不大，边际重点关注印尼当地矿端情况，随着小 k 岛镍矿主产区雨季结束，镍矿升水或有回落可能。镍铁、电镍生产维稳，LME 电镍继续累库，截止 9 月 13 日库存达到 12.3 万吨，环比上周+1,644 吨；SMM 社库去库 2,066 吨，达到 2.98 万吨，长期累库趋势不变。硫酸镍方面，MHP 系数维稳，盐厂利润维持低位。事件方面，俄罗斯总统普京表示考虑限制铀、钛和镍的出口，但对过剩的电镍市场来说影响相对有限。

逼近成本线的品种在宏观向上的背景下或有更高的弹性，镍或是逼近成本线相对最近的有色金属品种，海外搞成本产能已经进入出清阶段，但长期过剩长逻辑不变压制上方空间。

3、战略小金属

1) 钨：钨价偏弱整理，资源偏紧预期支撑价格

上周钨价偏弱整理，截至 9 月 14 日，65%黑钨精矿市场报价为 13.9 万元/吨，65%白钨精矿 13.8 万元/吨，基于资源偏紧预期卖家让利调节意愿不高；仲钨酸铵价格为 20.6 万元/吨，价格趋稳但整体交投氛围不佳；70 钨铁为 21 万元/吨，下游钢厂备货谨慎。钨矿供给偏紧的对价格仍有支撑作用，钨矿企业积极延长上下游产业链。根据章源钨业披露，公司钨矿自给率现在约为 20%，正有序推进大余石雷钨矿深部改扩建项目，新增高沙、潭角里两宗探矿权。此外，美国贸易代表办公室（USTR）于 9 月 13 日更新对华加征 301 关税细则，对钨产品加征关税的名录新增未锻轧钨、钨条、钨杆等钨制品。名录中钨产品关税税率将被提到 25%，

计划 2024 年 9 月 27 日起征。

2) 铟：出口收紧落地，海外价格继续上涨

9 月 15 日对相关铟产品出口管制正式生效，海外价格持续高位，价格传导仍需国内需求端发力。原料端，国内矿山生产平稳、进口俄罗斯矿部分补充，可流通货源仍然有限，矿商挺价+冶炼厂采买情绪不高；铟品方面，管制生效前大规模出口，下游接货情绪不高引发市场担忧，小部分贸易商低价出货，料价格稳中有降。

短期，于出口阶段性放缓而下游拿货情绪不高，价格承压；中期，内外价格倒挂，原料补足仍需时间；长期，供需方面极地黄金年度产量下降确定性高，其他矿端供应增量有限，需求端光伏玻璃带动前景，继续看好长期铟价格。

3) 钼：钢招需求旺盛，钼价保持稳定

钢招需求旺盛，钼价保持稳定。供给方面，国内供给保持稳定。据中国有色金属协会钼业分会数据，2024 年 8 月全国钼精矿生产总量 25970 吨，环比增长 5.4%，同比增长 5.7%；2024 年 1-8 月全国钼精矿累计产量 202627 吨，同比增长 9.2%。2024 年 8 月全国钼铁生产总量 17000 吨，环比增长 6.9%，同比减少 9.3%；2024 年 1-8 月全国钼铁累计产量 138483 吨，同比增长 4.3%。需求方面，旺季来临，钢招需求持续旺盛。据钼都商贸网统计数据，上周钢招新增量 2700 吨，下半月随着国庆临近钢厂或继续备货加大采购。

短期看，传统旺季来临钢招需求旺盛，钼价有望维持高位，长期看全球钼供给增量有限，随着国内制造业加速升级，全球军工需求旺盛，钼需求维持高景气，钼价长期看好。

4) 稀土：重点品种价格 9 月将延续涨势

北方稀土上调 9 月镨钕挂牌价，重点品种价格如期良性回归，考虑磁材厂前期库存结构相对健康，价格仍有望小幅攀升。氧化镨钕 40.3 万元/吨，环比上涨 4.8%；氧化钕 41.2 万元/吨，环比+4.7%；金属镨钕 50 万元/吨，环比+4.6%；金属钕 51 万元/吨，环比+4.5%。

2024 年前两批合计稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为 270000 吨 (YOY+6%)、254000 吨 (YOY+4%)，在未有第三批配额的情况下，供给增速大幅回落。从总量来看，中国稀土集团、北方稀土集团分别占 30%，70%。从结构来看，中国稀土集团延续获得 100% 中重稀土配额，而北方稀土集团占比轻稀土达到 76%。从政策来看，今年 6 月《稀有金属管理条例》的出台，对内确立和突出稀土的战略资源地位，对外进一步提升全球影响力。无论是总量控制还是储备管理，都明确指出了结合资源储量、安全需要或市场情况等，优化动态调整结构。在新能源汽车和空调稳步增长、风电产品路线负面影响逐渐消化的背景下，大概率带来重点品种价格良性回归。

5) 钛：钛矿市场弱势稳定，海绵钛减产缓解库存压力

上周钛精矿市场弱势稳定，成交放缓。持货商不愿让利出货，下游采购压价情绪强。承德 45% 钛精矿 1750-1850 元/吨、42% 钛精矿 1400-1500 元/吨；攀西 46% 钛精矿 2200-2250 元/吨；云南 45% 钛精矿 1850-1950 元/吨，莫桑比克 46% 钛精矿 2450-2550 元/吨。

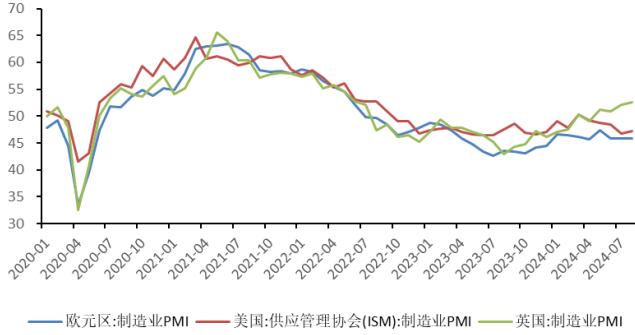
海绵钛市场，部分企业减停产以缓解库存压力，下游加工企业刚需订单采购为主。0 级海绵钛成交价 4.5-4.6 万元，1 级海绵钛成交价围绕 4.4 万元/吨。钛材成交维持冷清，纯钛锭报价围绕在 5.2-5.5 万元/吨，TC4 钛锭报价 5.8~6.0 万元/吨。

第三部分：宏观趋势及行业动态

1、宏观趋势

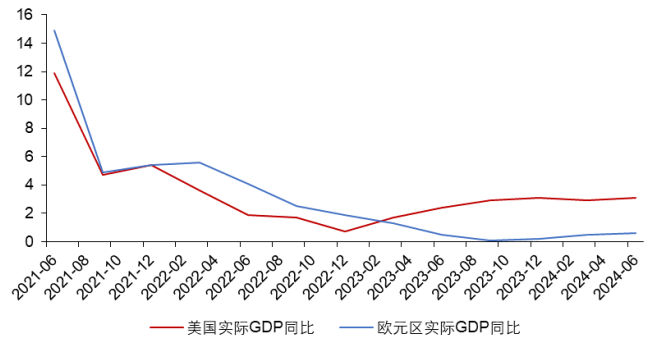
全球宏观趋势方面,全球 PMI 逐步迎来拐点,8月欧元区、美国制造业 PMI 分别 45.8、47.2; 8月美国和欧洲 CPI 指数同比分别 2.6%、2.2%,通胀水平回归合理区间,但仍未回到 2% 以下;7月美国 M1 同比-1.79%,M2 同比+1.26%,美国流动性持续低位。

图表 10: 全球 PMI 逐步迎来拐点



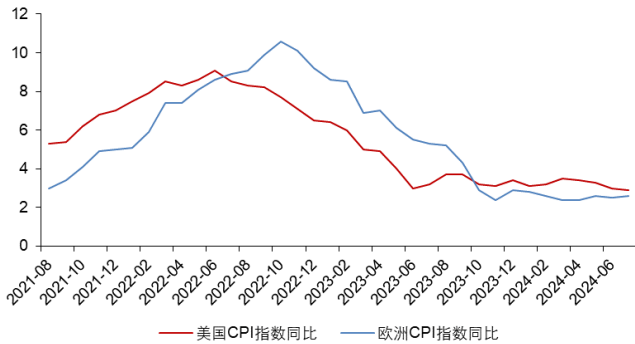
资料来源: ifind, 五矿证券研究所

图表 11: 美国 GDP 仍然相对强势



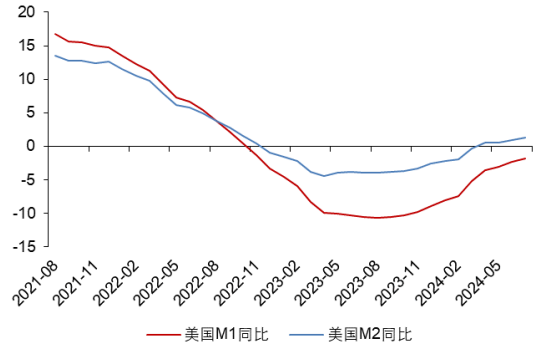
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 12: 通胀水平回归合理区间,但难回 2% 以下



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

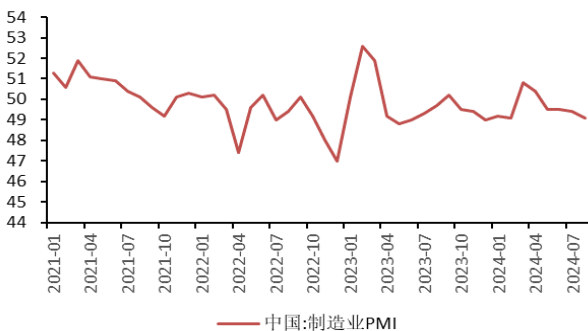
图表 13: 美国流动性持续低位



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

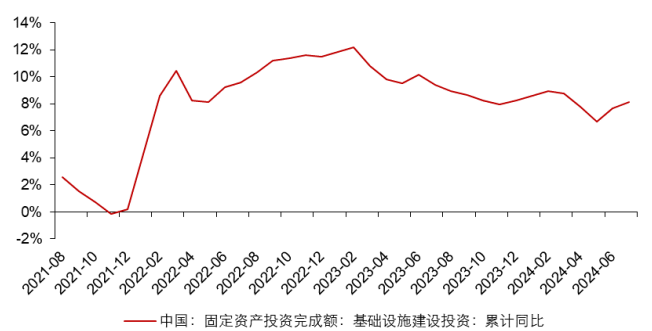
中国宏观趋势方面,8月 PMI 为 49.1,已连续 3 个月略低于 50 枯荣线,持续承压;固定资产投资低位震荡;地产依然疲软,房地产开发投资、新开工施工面积、销售面积和竣工面积的累计同比表现不佳;汽车、家电出现修复,汽车销售当月同比、限额以上企业商品零售中家电和音像器材类的当月同比数据有相对积极变化。

图表 14: 中国 PMI 承压



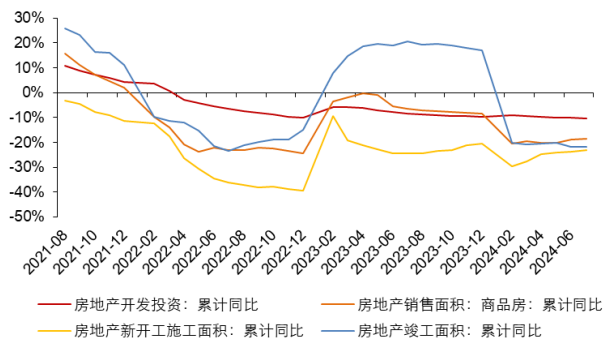
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 15: 中国固定资产投资低位震荡



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 16: 地产依然疲软



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 17: 汽车、家电逐步修复



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

2、行业动态

1、江西安徽等地 783 号令对再生铜企业政策统一推迟至 2028 年实行

据 SMM 向地区企业调研了解, 江西、安徽及天津等地的再生铜杆厂透露, 《公平竞争审查条例》的执行可能会推迟至 2028 年, 目前企业尚未收到相关的通知文件, 但已有再生铜杆企业恢复了对再生铜原料的采购报价, 并重新启动了再生铜杆生产线的员工招聘。尽管新政策的实施被延后, 存量再生铜杆厂仍将按照旧政策运作。然而, 从 8 月 1 日起, 地方政府已暂停对再生铜杆企业的招商引资的工作。

第四部分: 金属价格及板块行情

1、贵金属

截至 9 月 13 日, 上周 COMEX 金上涨 3.87% 至 2,579.70 美元/盎司, 同比涨幅 34.74%; 上周 COMEX 银上涨 8.03% 至 30.62 美元/盎司, 同比涨幅 33.6%; LME 铂上涨 5.51% 至 996 美元/盎司, 同比上涨 5.06%; LME 钯上涨 12.51%, 同比下跌 16.59%。

图表 18: 贵金属价格及涨跌幅

价格及涨跌幅	最新价格	周涨跌幅	月涨跌幅	季涨跌幅	同比涨跌幅
COMEX 黄金: 美元/盎司	2,579.70	3.87%	4.45%	10.92%	34.74%
COMEX 银: 美元/盎司	30.62	8.03%	2.20%	6.23%	33.60%
LME 铂: 美元/盎司	996.00	5.51%	6.30%	1.74%	5.06%
LME 钯: 美元/盎司	1,061.00	12.51%	11.80%	17.37%	-16.59%
上海黄金期货合约: 元/克	572.20	0.30%	1.35%	2.92%	22.58%
白银现货 T+D: 元/千克	7,394.00	6.17%	3.31%	-7.59%	28.70%

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 19: 黄金价格



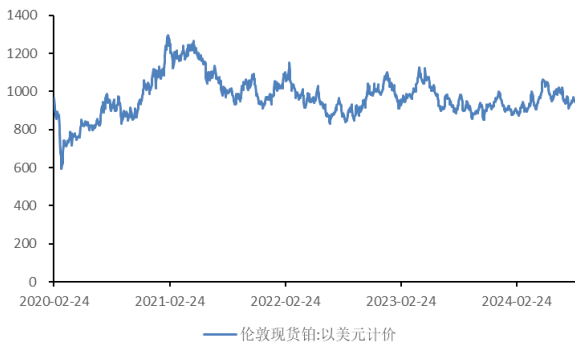
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 20: 白银价格



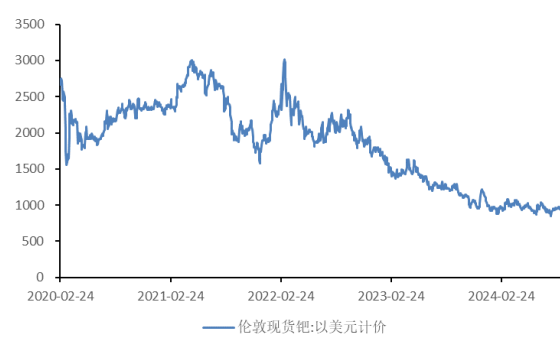
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 21: 钯价格



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 22: 铂价格



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

2、工业金属

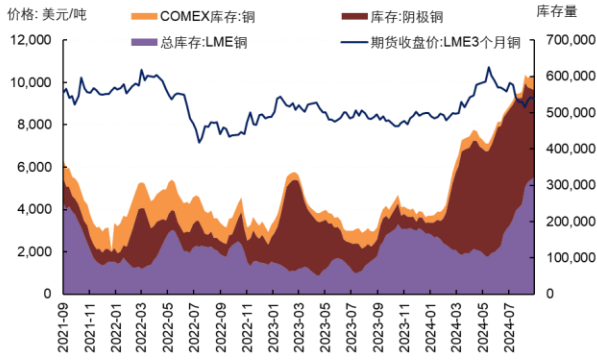
上周 LME 铜上涨 3.38%至 9257 美元/吨, 同比涨幅 9.71%, 上周 LME 铝上涨 5.62%至 2473 美元/吨, 同比涨幅 11.4%, 上周 LME 铅上涨 3.65%至 2042 美元/吨, 同比下跌 9.06%, 上周 LME 锌上涨 7.19%至 2900 美元/吨, 同比上涨 13.26%, 上周 LME 镍上涨 0.38%至 15920 美元/吨, 同比下跌 21.30%, 上周 LME 锡上涨 3.03%至 31775 美元/吨, 同比上涨 22.8%。

图表 23: 工业金属价格及涨跌幅

价格及涨跌幅 美元/吨	最新价格	周涨跌幅	月涨跌幅	季度涨跌幅	同比涨跌幅
LME 铜	9257.00	3.38%	3.49%	-4.50%	9.71%
LME 铝	2473.00	5.62%	6.27%	-1.38%	11.40%
LME 铅	2042.00	3.65%	1.21%	-5.46%	-9.06%
LME 锌	2899.50	7.19%	7.19%	2.86%	13.26%
LME 镍	15920.00	0.38%	-1.76%	-8.66%	-21.30%
LME 锡	31775.00	3.03%	0.92%	-1.24%	22.80%

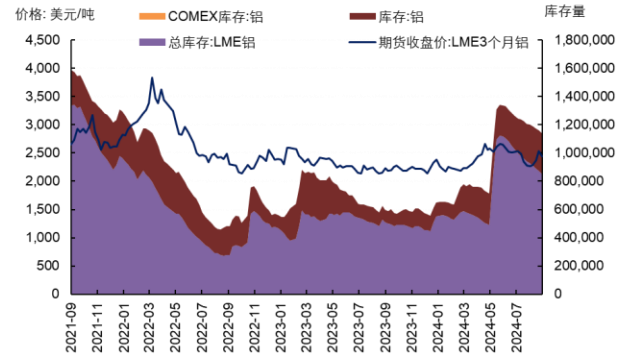
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 24: 铜价及库存



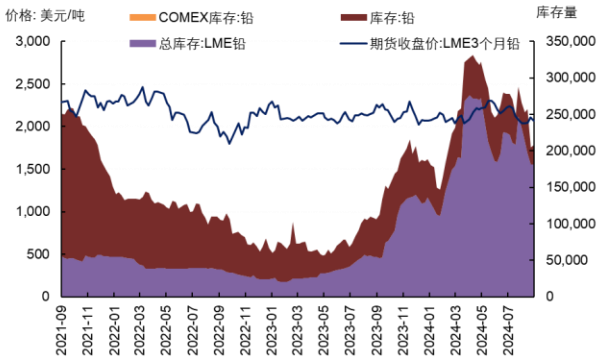
资料来源: Wind, Bloomberg, 五矿证券研究所

图表 25: 铝价及库存



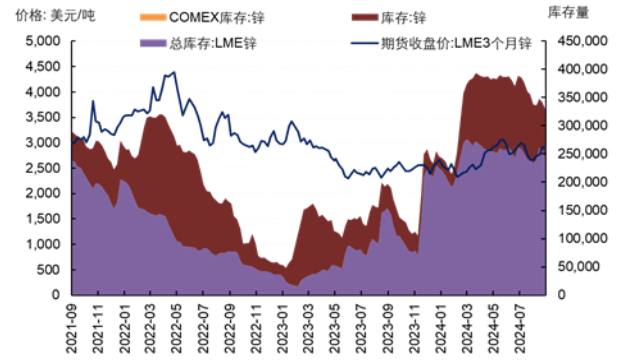
资料来源: Wind, Bloomberg, 五矿证券研究所

图表 26: 铅价格及库存



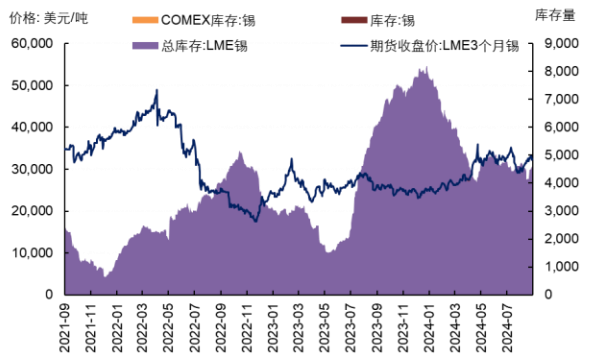
资料来源: Wind, Bloomberg, 五矿证券研究所

图表 27: 锌价格及库存



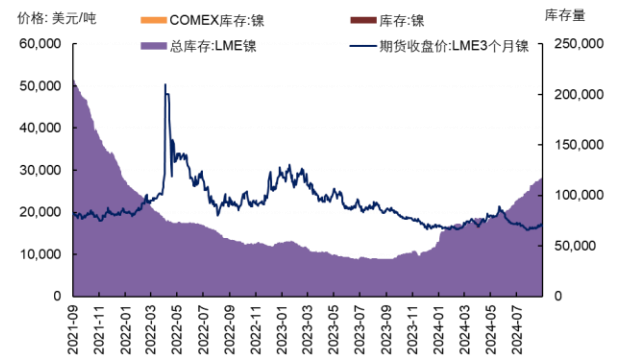
资料来源: Wind, Bloomberg, 五矿证券研究所

图表 28: 锡价格及库存



资料来源: Wind, Bloomberg, 五矿证券研究所

图表 29: 镍价格及库存



资料来源: Wind, Bloomberg, 五矿证券研究所

3、稀有小金属

上周碳酸锂上涨 2.42%至 7.43 万元/吨,钨精矿下跌 1.1%至 13.85 万元/吨,钼精矿下跌 1.1%至 3735 元/吨度,钴下跌 1.73%至 17 万元/吨,其他品种变化不大。

图表 30：稀有小金属价格及涨跌幅

品种	最新价格	周涨跌幅	月涨跌幅	季涨跌幅	同比涨跌幅
碳酸锂（元/吨）	74,340.00	2.42%	-4.00%	-24.50%	-60.54%
海绵钛-国产（元/千克）	44.00	0%	-7%	-13%	-14%
黑钨精矿-赣州（元/吨）	138,500.00	-1.07%	2.59%	-8.28%	14.68%
海绵锆-辽宁（元/千克）	180.00	0.00%	0.00%	1.01%	-8.40%
1#钼精矿-国产（元/吨度）	3,735.00	-1.06%	2.75%	-3.36%	-13.44%
卖价:锆:Diox99.99% 美元/公斤	1,825.00	0.00%	65.91%	39.31%	69.77%
长江有色市场:平均价:钴:1# 元/吨	170,000.00	-1.73%	-2.86%	-22.73%	-32.81%
铋锭：元/吨	163000.00	0.0%	0.6%	7.9%	95.2%
镁锭：元/吨	18900.00	-0.53%	1.61%	-1.82%	-26.60%

资料来源：Wind、SMM，五矿证券研究所

上周氧化锆钨延续下跌 6.97%至 41.22 万元/吨，同比下跌 21.45%。氧化铽下跌 8.28%至 5650 元/千克，其他品种变化不大。

图表 31：稀土价格及涨跌幅

价格及涨跌幅	最新价格	周涨跌幅	月涨跌幅	季涨跌幅	同比涨跌幅
轻稀土氧化镨钕（元/吨）	412,230.00	-6.97%	6.08%	11.47%	-21.45%
轻稀土氧化镧（元/吨）	4,010.00	0.00%	0.00%	0.00%	-5.42%
轻稀土氧化铈（元/吨）	7,140.00	0.00%	0.00%	-2.72%	0.05%
重稀土氧化钇（元/吨）	41,970.00	0.00%	0.00%	-2.35%	-6.71%
重稀土氧化钆（元/吨）	15,040.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
重稀土氧化铽（元/千克）	5,650.00	-8.28%	2.73%	-1.05%	-1.05%
重稀土氧化铈（元/千克）	170.00	0.00%	0.00%	0.00%	3.03%

资料来源：Wind，五矿证券研究所

4、板块表现

指数变化方面，截止 2024 年 9 月 13 日，上证指数收于 2704.0896 点，周跌幅为 2.23%；有色（申万）收于 3725.17 点，周跌幅为 1.36%。

估值变化方面，有色（申万）的 PE（TTM）为 16.36，本周变动为 -0.23；万得全 A 的 PE（TTM）为 14.77，本周变动为 -0.31。

图表 32：指数变化

2024/9/13	本周指数	周涨幅 （%）	月涨幅 （%）	年涨幅（%）
上证指数	2,704.0896	-2.2314	-4.8598	-9.1042
有色(申万)	3,725.1700	-1.3582	-6.4141	-10.9812

资料来源：Wind，五矿证券研究所

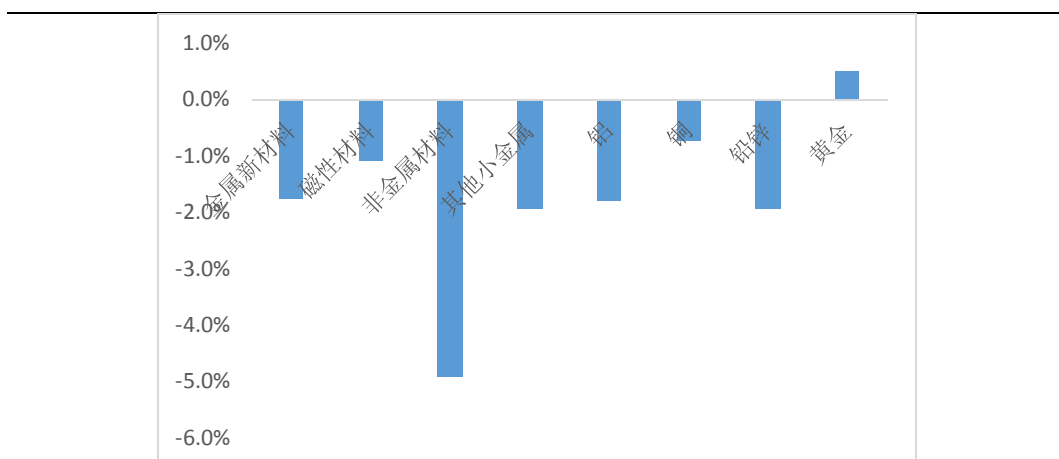
图表 33: 估值变化

	PE TTM				PB LF			
	本周估值	本周变动	本月变动	本年变动	本周估值	本周变动	本月变动	本年变动
有色(申万)	16.3600	-0.23	-2.49	0.44	1.7600	-0.02	-0.09	-0.28
万得全 A	14.7717	-0.31	-0.70	-1.90	1.2676	-0.03	-0.08	-0.21

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

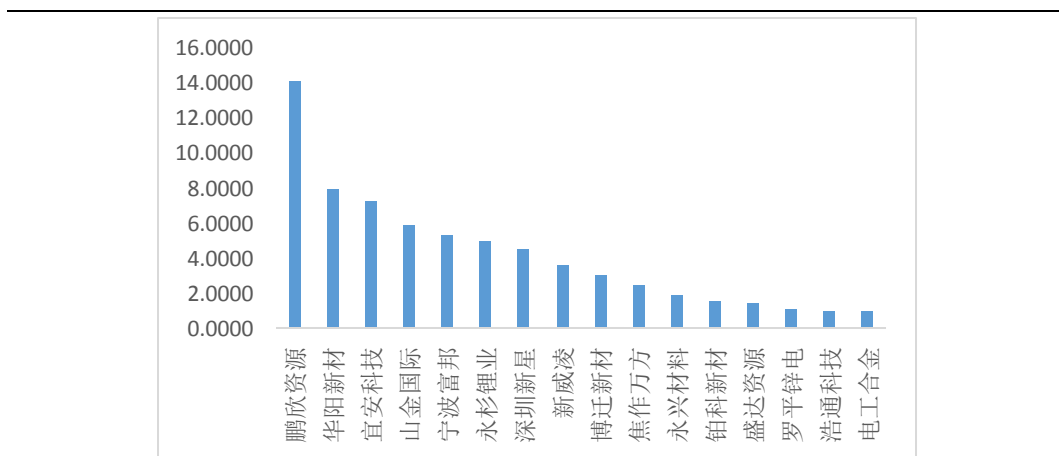
有色板块涨跌幅方面, 本周有色板块黄金表现靓丽, 涨幅为 0.5%, 其余有色板块均下跌。

图表 34: 有色板块涨跌幅



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 35: 上市公司股价涨跌幅



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

第五部分 风险提示

- 1、下游需求不及预期;
- 2、产品价格波动。
- 3、宏观经济超预期。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv)不存在任何利益冲突；(v)英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(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。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
	增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
	持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
	卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
	无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
	看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿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,投资者应当考虑到五矿证券及/或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。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心48F 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 48F, Rong Chao Trading Center, No.4028 Jintian Road, Futian District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
Postcode: 100037

