

黄金或震荡上行，关注工业金属需求回暖

投资评级：推荐（维持）

——有色金属行业2025年度投资策略报告

华龙证券研究所 有色行业

分析师：景丹阳

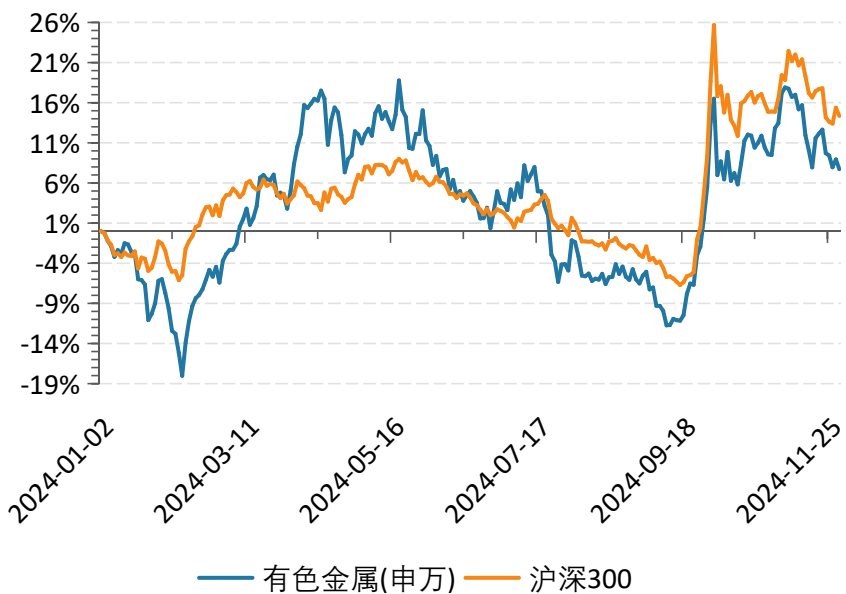
SAC执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzq.com

2024年12月3日

证券研究报告

2024. 1. 2-2024. 11. 28市场走势



相对沪深300表现 (2024. 11. 28) (单位：%)

表现	1M	3M	12M
有色金属行业	-3.7	-5.1	9.9
沪深300	-2.3	-3.6	10.1

相关报告

- 《有色金属行业周报：黄金价格反弹，关注美国“再通胀”预期》2024. 11. 26
 《有色金属行业周报：美联储降息预期波动叠加出口限制，主要金属价格震荡》2024. 11. 18
 《有色金属行业2024年三季度报综述：主要金属价格维持高位，贵金属板块先行复苏》2024. 11. 14

报告摘要

- 2024年前三季度，有色金属行业业绩表现分化，贵金属、工业金属、小金属业绩回暖明显，能源金属仍在筑底中。表现在股价走势上，贵金属、工业金属表现较好，有色行业整体上半年跑赢大盘，三季度有所回调。
- **黄金：10年期美债实际利率的传统分析框架解释力降低，金价对利率走向反应钝化，其背后是长期视角下美国债务规模扩张及美元信用减弱，此逻辑或难以短期逆转，因此金价中枢长期向上确定性较高。**短期看，投机资金在特朗普获选后获利了结，同时央行购金节奏有所放缓，黄金投机热度降温。特朗普新任期政策核心包括对内减税降费、投资美国城市、推动制造业回流，对外加强移民管控、加征关税，同时意图加强对美联储的干预。这一系列政策可能带来复杂影响：一方面减税降费和制造业回流将提振美国经济，美元走强，另一方面加强移民管控和加征关税可能导致“再通胀”，为美联储降息带来不确定性。整体来看，由于美国债务规模向上、“再通胀”可能性仍较高，金价向下空间不大，短期内更多受投机资金、央行购金及地缘政治事件催化而波动，**我们认为2025年金价或震荡向上。**建议关注：紫金矿业（601899.SH）、山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）、赤峰黄金（600988.SH）。
- **铜：供需两端均弱，2025年需求更关键。**2023年年底以来，受一系列事件影响，铜精矿供应不确定性增加，2024年实际铜精矿供应增量不及预期，据ICSG预测，2025年铜精矿供应仍将增长，但存在不确定性。上游矿端供给收缩，中游冶炼端持续承压，中国冶炼厂TC/RC 2024年大幅跳水，目前仍维持历史低位，2025年CSPT谈判不容乐观。需求方面，铜下游需求广泛，其中风光、新能源车、5G基站、数据中心等增长较快，2025年，中、美两大经济体财政政策均将逐渐落地，有望刺激铜需求回暖。整体而言，矿端供应收缩较为确定，需求端中、美及全球宏观经济复苏仍待观察，**2025年铜价弹性将主要由需求决定。**建议关注：紫金矿业（601899.SH）、洛阳钼业（603993.SH）、西部矿业（601168.SH）、铜陵有色（000630.SZ）、金诚信（603979.SH）。
- 风险提示：海外通胀波动风险；美联储独立性存不确定性；海外地缘政治风险；特朗普经济政策落地进度存不确定性；重磅政策落地进度不及预期；数据引用风险。

重点公司盈利预测表

股票代码	股票简称	2024/11/28	EPS (元)				PE				投资评级
		股价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
000630.SZ	铜陵有色	3.26	0.21	0.3	0.35	0.41	15.4	10.7	9.4	7.9	未评级
600489.SH	中金黄金	12.34	0.61	0.78	0.92	1.07	16.2	15.8	13.4	11.6	未评级
600547.SH	山东黄金	24.12	0.42	0.8	1.12	1.38	44.0	30.3	21.6	17.5	未评级
600988.SH	赤峰黄金	16.84	0.48	0.71	0.8	0.94	34.9	23.2	20.4	17.4	增持
601168.SH	西部矿业	16.65	1.17	1.54	1.72	1.98	14.4	10.9	9.8	8.5	增持
601899.SH	紫金矿业	15.53	0.8	1.22	1.45	1.64	15.5	12.8	10.7	9.5	未评级
603979.SH	金诚信	38.7	1.71	2.53	3.45	3.99	22.1	15.3	11.2	9.7	未评级
603993.SH	洛阳钼业	7.15	0.38	0.54	0.61	0.69	13.6	13.2	11.7	10.4	未评级

数据来源: Wind, 华龙证券研究所 (西部矿业、赤峰黄金盈利预测来自华龙证券研究所, 其他来自万得一致预期)

目录

1

行业走势回顾

2

美国债务幽灵下的黄金：震荡向上

3

铜：2025供需双弱，需求回暖更关键

4

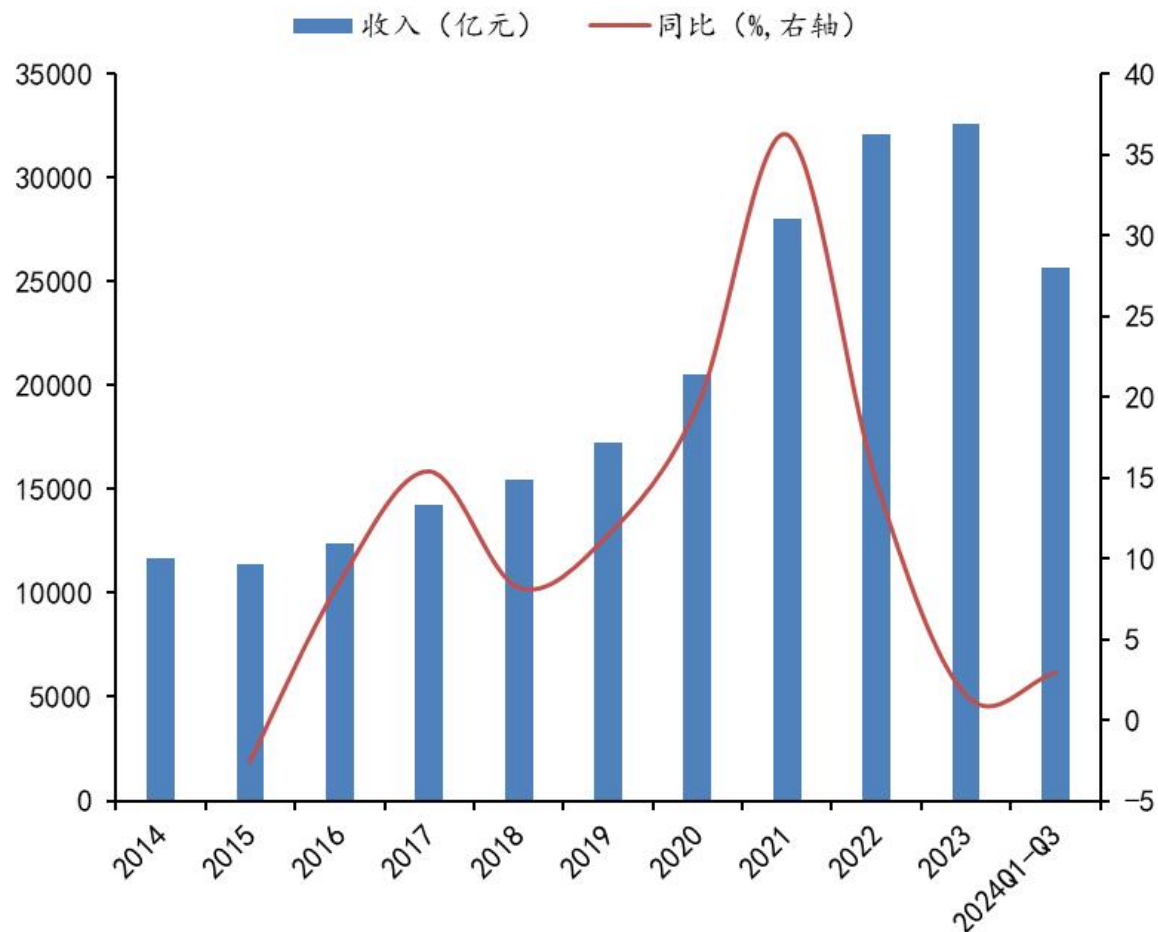
投资建议

5

风险提示

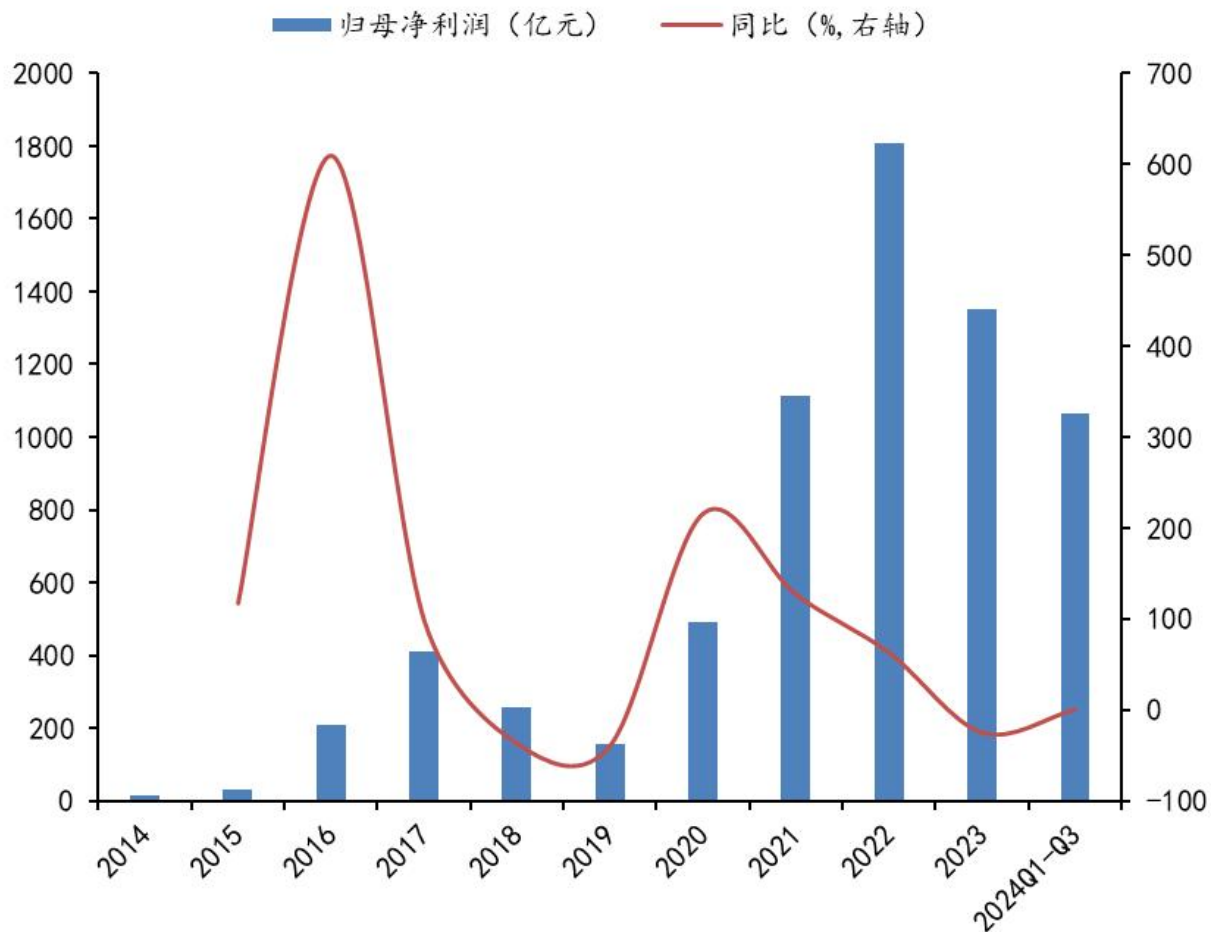
- 2024年前三季度，有色金属行业实现收入2.57万亿元，同比增长2.95%；实现归母净利润1062.96亿元，同比增长0.04%。

图1：有色金属行业收入变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图2：有色金属行业归母净利润变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

- **贵金属、工业金属业绩率先回暖。**2024年前三季度，贵金属收入、归母净利润同比大幅增长25.57%、46.14%，表现最佳，工业金属其次，能源金属同比大幅下滑。
- **行业第三季度整体环比下滑，能源金属或接近筑底。**经历上半年高速增长后，除能源金属外，行业整体归母净利润第三季度环比下滑，工业金属、金属新材料、小金属降幅较大，能源金属第三季度收入环比略微下滑、归母净利润环比增长24.53%，或接近筑底。

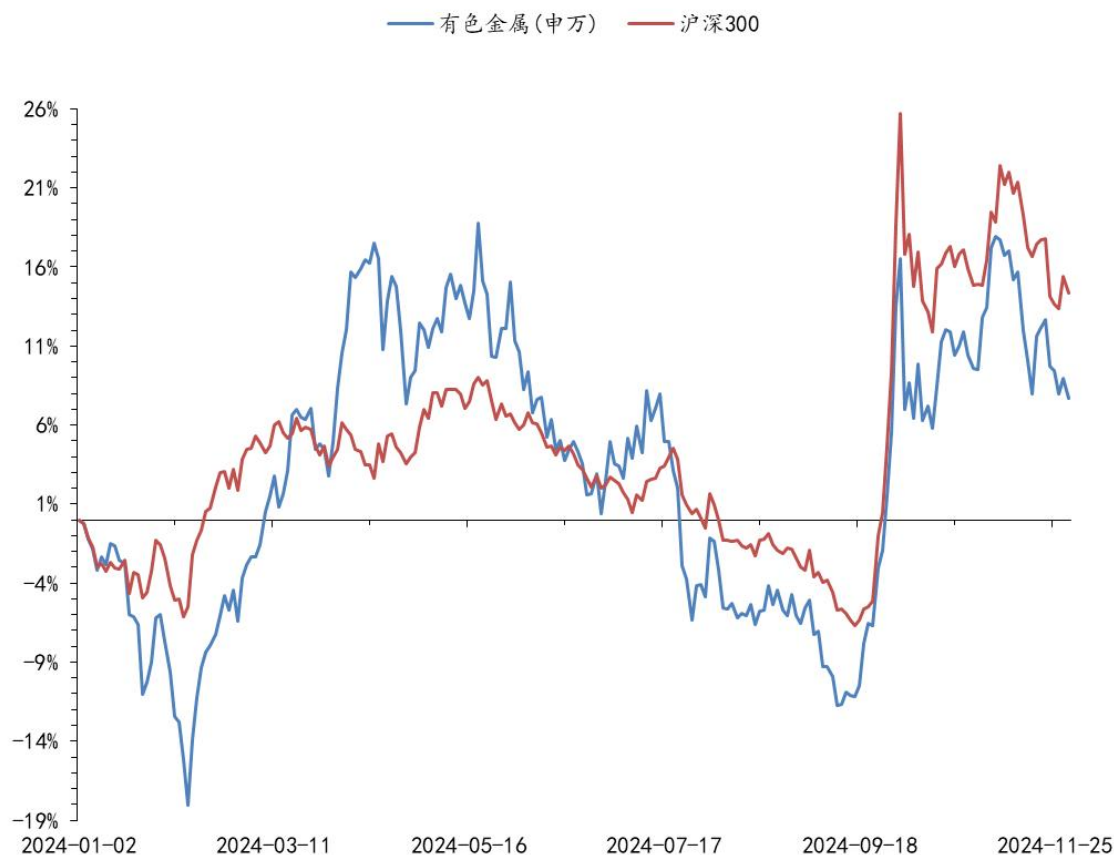
表1：有色金属二级子行业2024年三季度收入、利润变化情况

	收入						归母净利润					
	2023Q1-Q3 (亿元)	2024Q1-Q3 (亿元)	同比 (%)	2024Q3 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)	2023Q1-Q3 (亿元)	2024Q1-Q3 (亿元)	同比 (%)	2024Q3 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)
贵金属	1777.11	2231.46	25.57	742.11	20.23	-7.06	64.05	93.61	46.14	32.44	46.88	-5.32
工业金属	17491.49	18203.40	4.07	6137.94	5.20	-6.81	573.59	743.61	29.64	238.93	16.76	-19.63
能源金属	1648.41	1147.15	-30.41	382.16	-24.97	-2.25	251.32	20.12	-92.00	24.23	-56.13	24.53
金属新材料	664.58	688.36	3.58	241.20	6.80	4.82	36.59	38.91	6.33	12.43	0.33	-18.90
小金属	3351.64	3399.25	1.42	1173.75	2.87	-4.84	136.87	166.72	21.81	59.85	12.39	-12.63

数据来源：Wind，华龙证券研究所

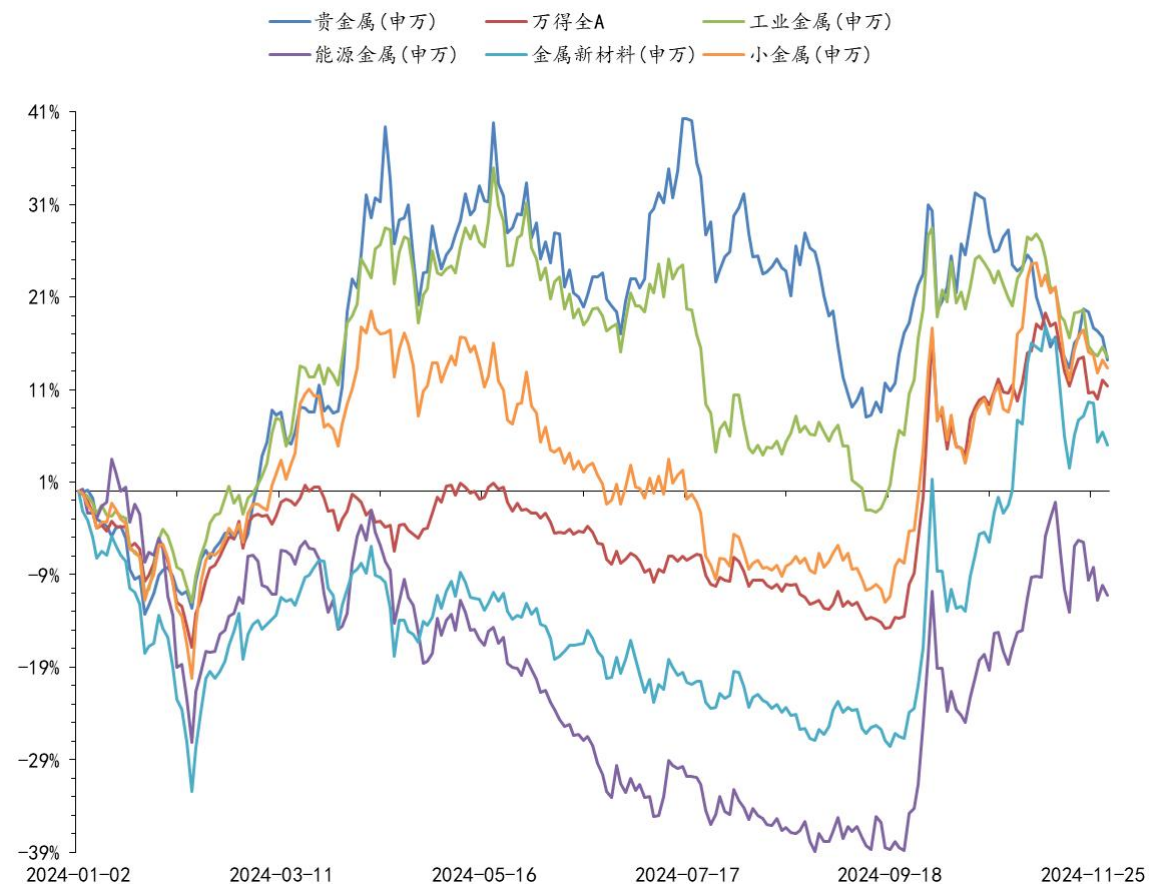
- 年初至今（2024年11月28日），申万有色金属行业上涨7.72%，跑输沪深300指数（14.36%）6.64个百分点；其中上半年有色行业在金、铜价格推动下短期跑赢大盘，下半年则出现回调。
- 分子行业看，贵金属板块最为强势，其次是工业金属，年内大部分时间均显著跑赢大盘，截至2024年11月28日，年内涨幅分别为14.16%、14.47%，能源金属与金属新材料表现较差，这与相应金属价格走势相符。

图3：有色金属行业2024年走势



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图4：有色金属行业子板块2024年走势



数据来源：Wind，华龙证券研究所

目录

1

行业走势回顾

2

美国债务幽灵下的黄金：震荡向上

3

铜：2025供需双弱，需求回暖更关键

4

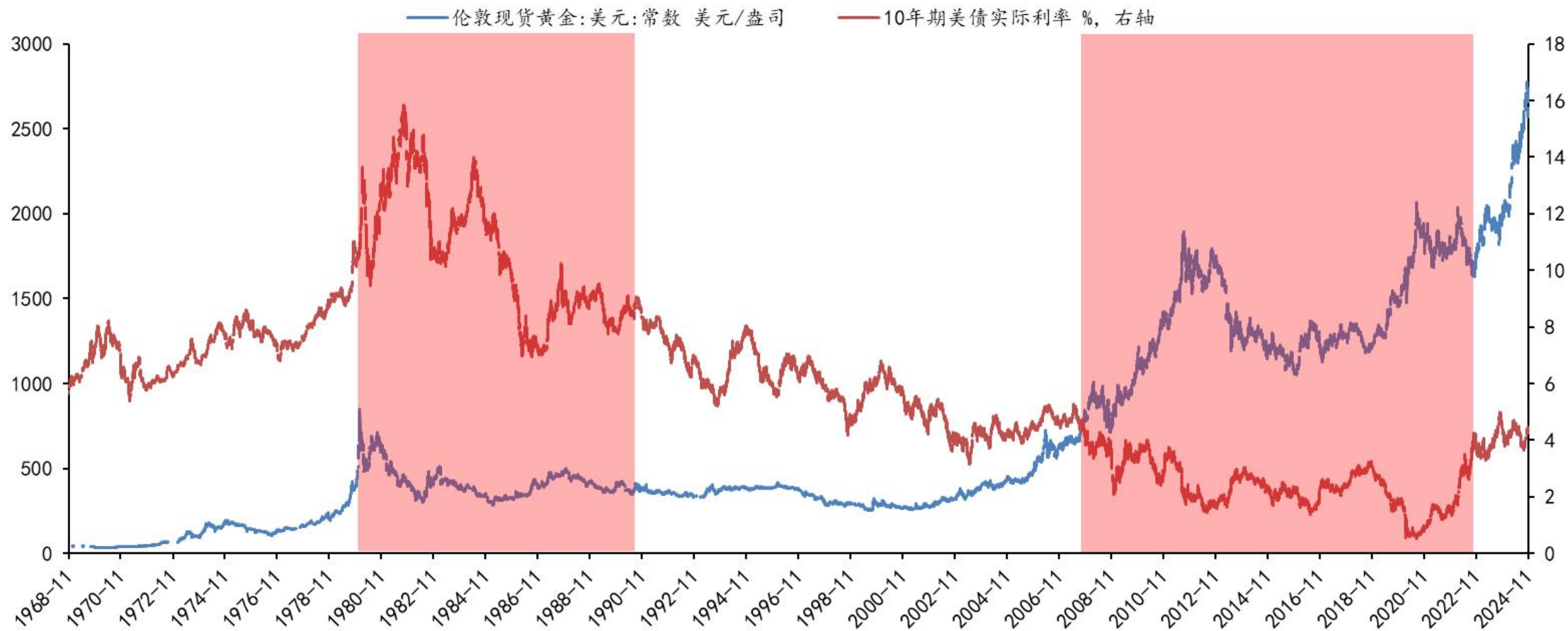
投资建议

5

风险提示

- 1971年12月，美国宣布美元不再以黄金信用为基础，布雷顿森林体系宣告解体，各国货币与黄金重新进行估价，美元大幅贬值。
- 在与美元“脱钩”后，黄金作为保值、避险资产的属性愈发凸显，但由于持有黄金不产生利息，因而相对同为保值、避险资产的美国长期国债而言，美债实际持有利率即为黄金实际持有成本，二者长期以来保持强负相关关系。

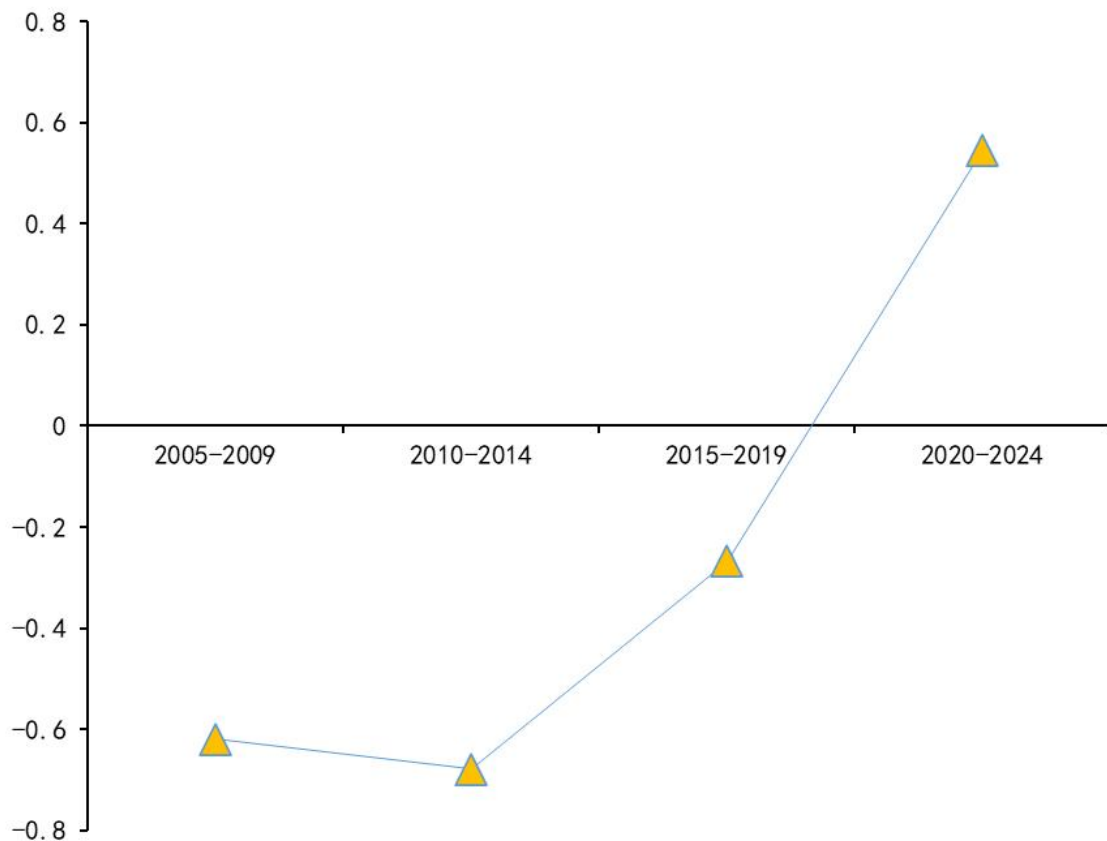
图5：1971年布雷顿森林体系解体以来黄金与10年期美债利率呈强负相关关系



数据来源：Wind，华龙证券研究所（注：已剔除0值）

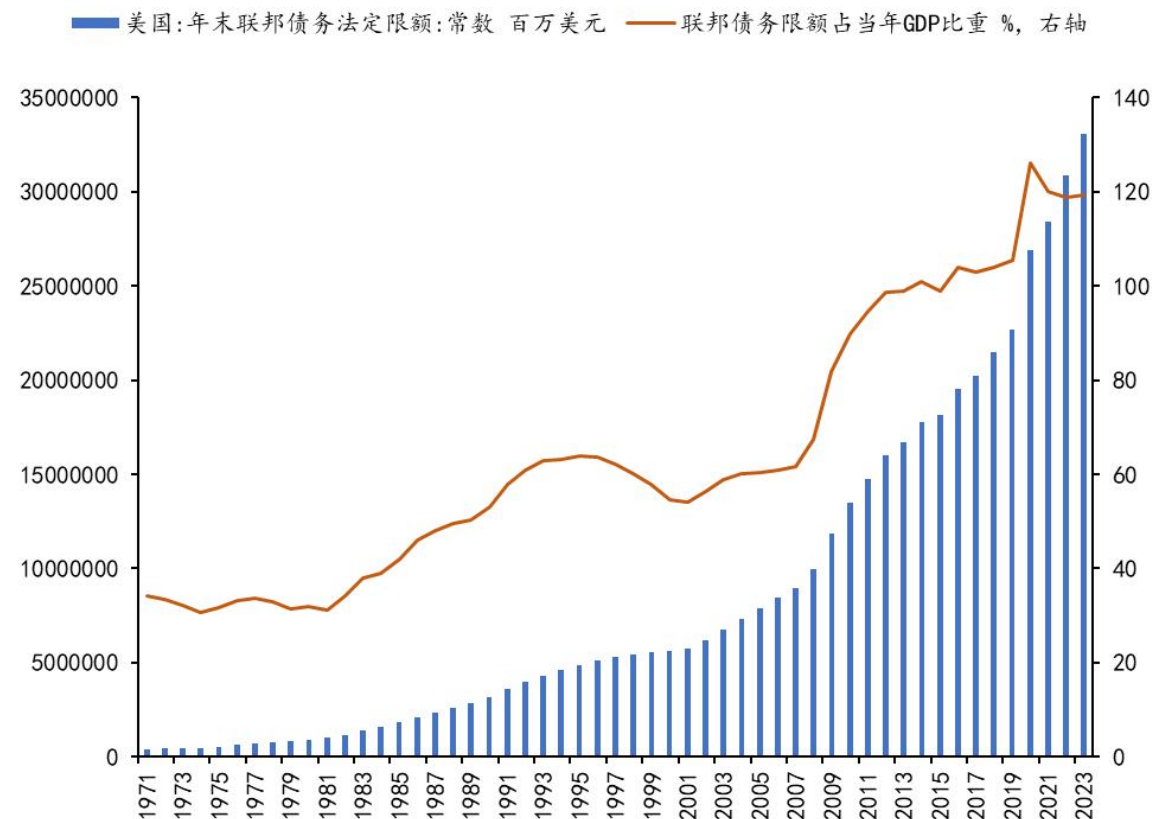
- 负相关关系逐步失效：以每5年为一个阶段，计算金价与美国十年期国债实际收益率之间的Correl相关系数，在2000-2004、2005-2009、2010-2014三个时期内，相关系数均在-0.6上下波动，负相关明显，2015-2019年期间相关系数为-0.27，负相关性显著减弱，2020-2024年（截至11月18日）相关系数为0.55，已经呈较强正相关关系。
- 这种负相关关系的支柱之一是黄金与美债同为避险资产之间的跷跷板效应，然而1971年以来美国债务规模指数级增长，美国联邦债务法定限额由3986.5亿美元增至2023年33.07万亿美元，占当年GDP比重由1971年34.22%提升至2023年119.3%。

图6：黄金与实际利率负相关关系失效



数据来源：Wind，华龙证券研究所（注：2024年数据截止至11月18日）

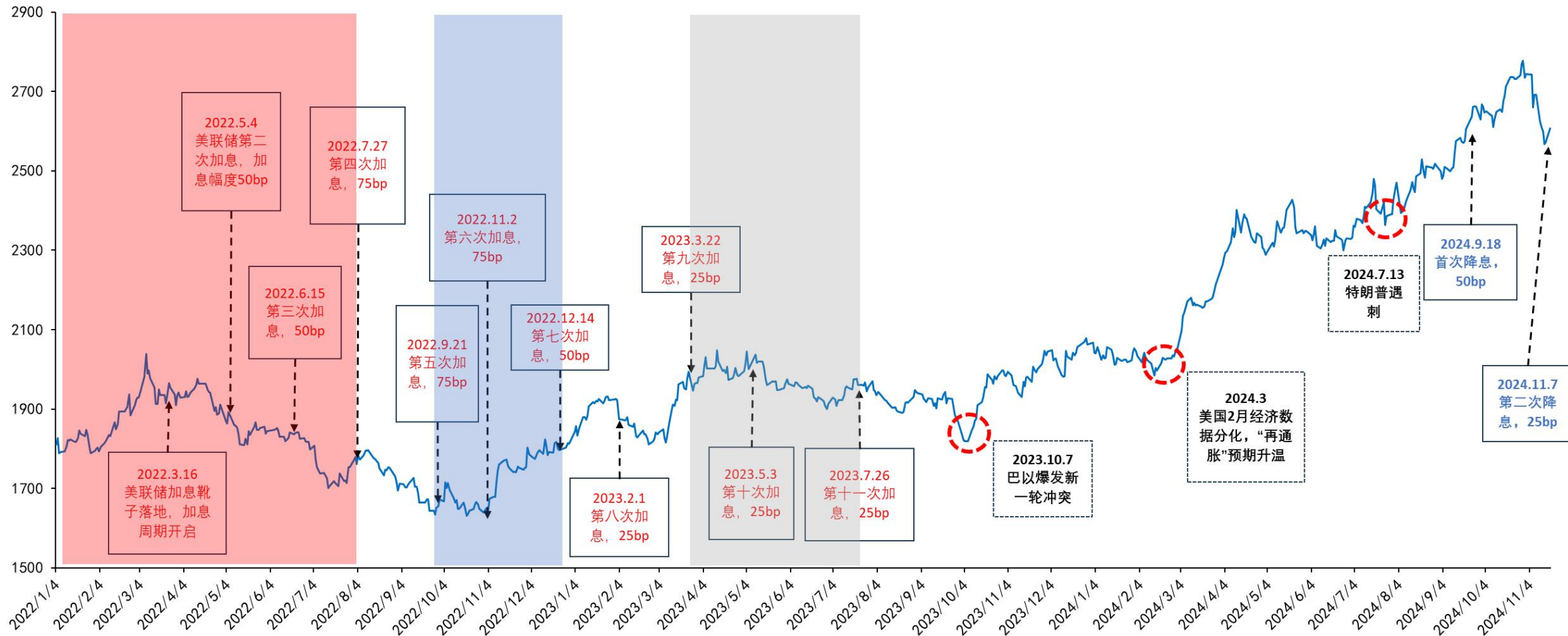
图7：美国联邦债务占GDP比重大幅提升至超100%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

- 尽管金价走势包含了较大成分对美联储联邦基金利率变化的预期，但还是可以看到短期内金价对利率变化的反应逐步钝化，从加息后下行到无明显波动甚至上行，最后在地缘政治、利率见顶、特朗普上台等一系列事件催化下屡创历史新高。

图8：美联储货币政策变化及国际政治事件对金价走势影响（美元/盎司）



数据来源：美联储，人民网，澎湃新闻，华尔街见闻，华龙证券研究所

- 根据世界黄金协会数据，黄金供给基本稳定，需求主要有珠宝、科技、投资（包括金条、金币、黄金ETF等）、以及央行购金四大类。
- 在2018-2020年金价上行周期中，投资需求大幅增加，珠宝制造需求显著下滑；2022年二季度至今的金价上行周期中，珠宝与科技需求基本稳定，央行购金为最大需求增量，投资需求波动增加。

图9：2018年至今黄金需求变化

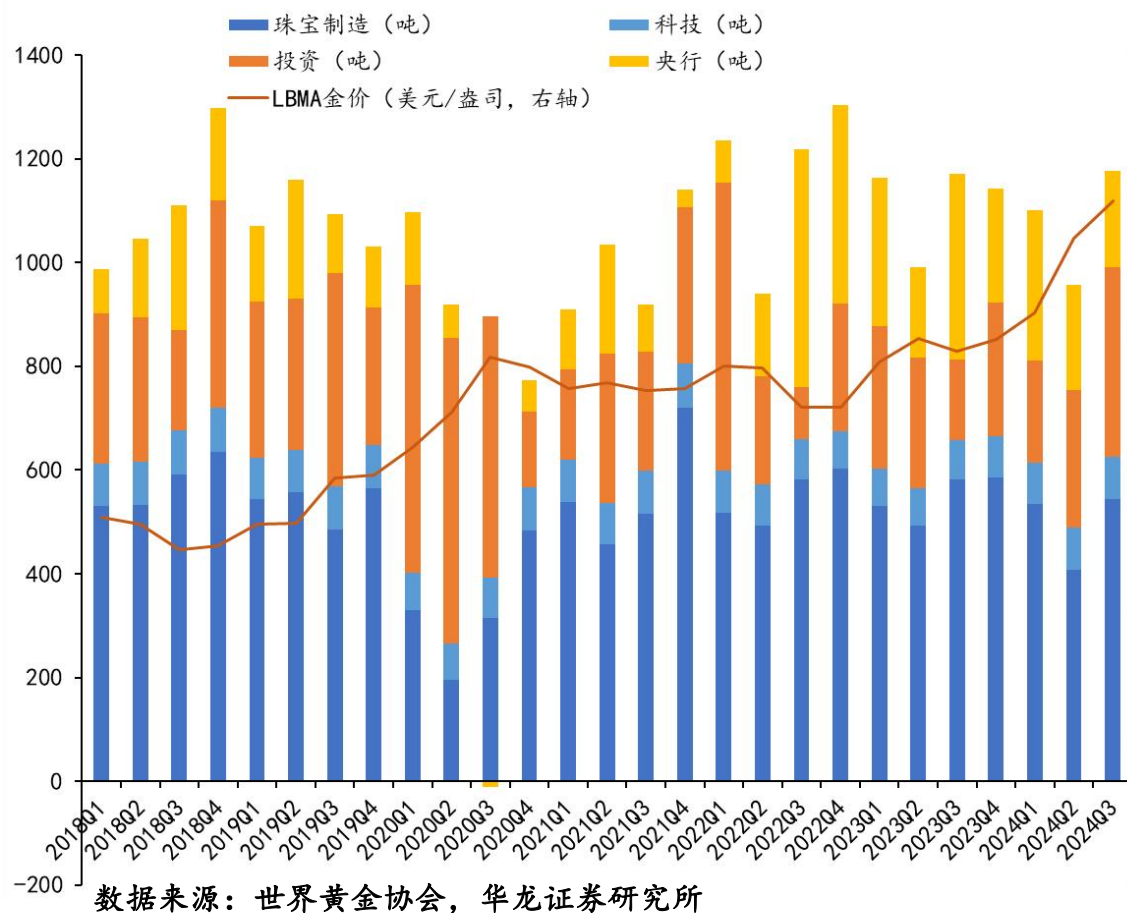
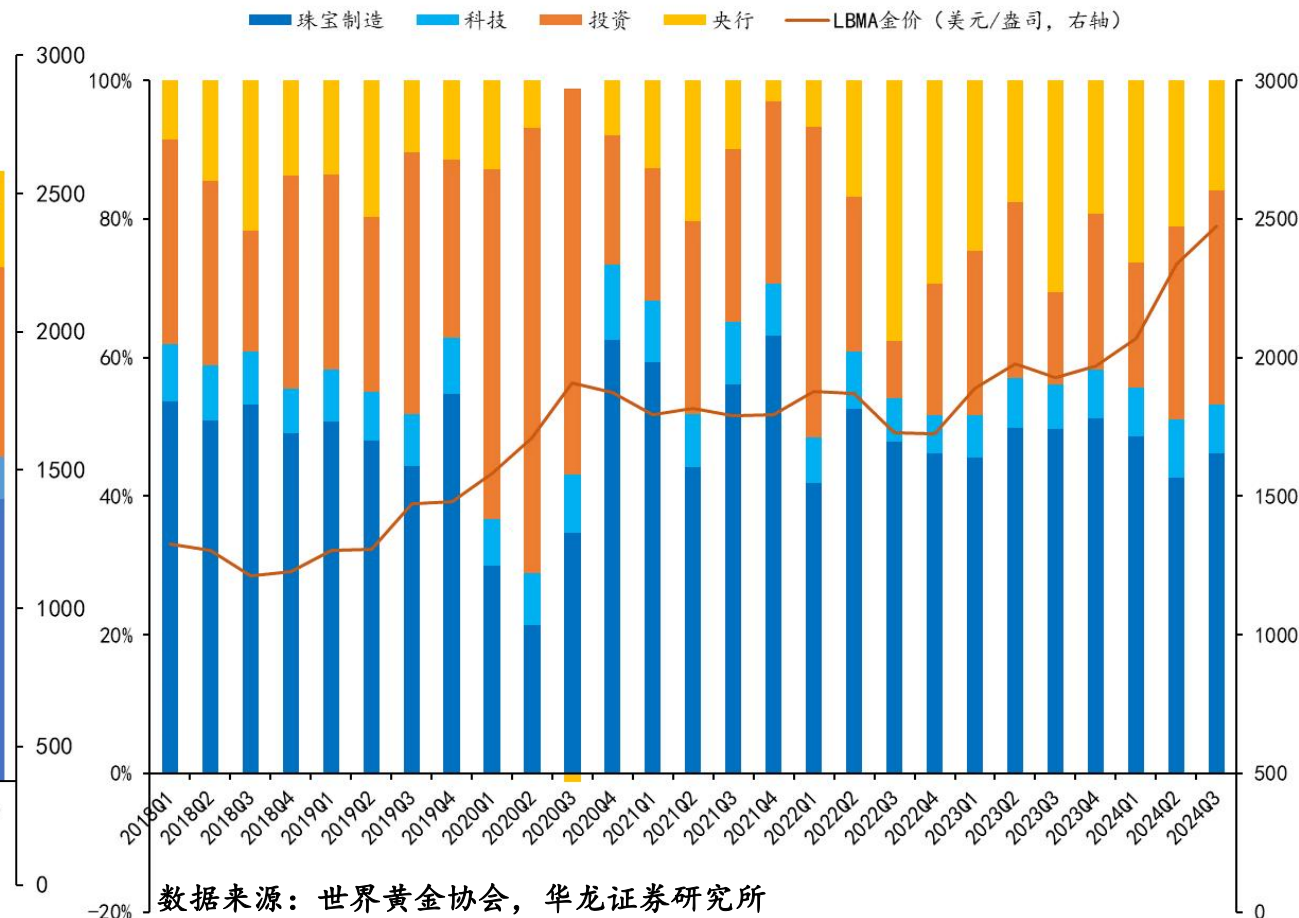


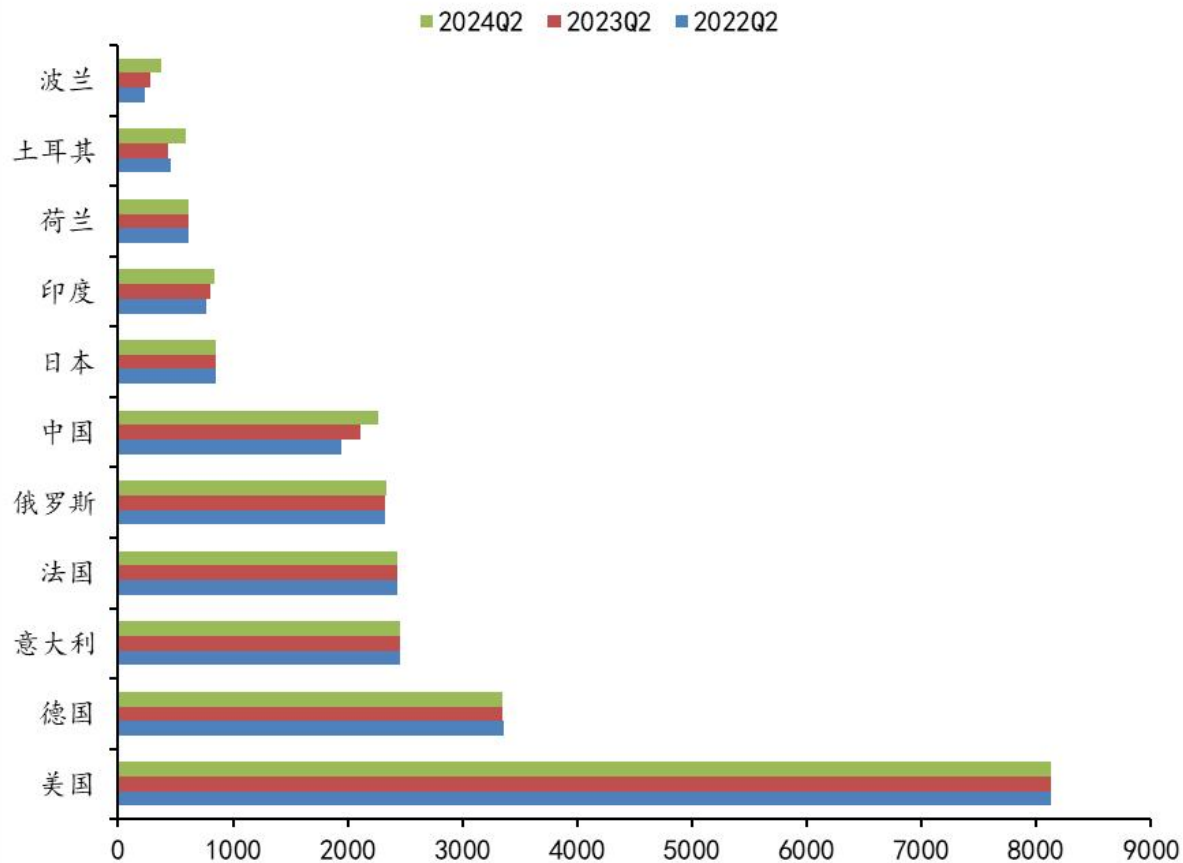
图10：2018年至今黄金需求占比变化



02 2.2 本轮金价上涨原因：央行购金

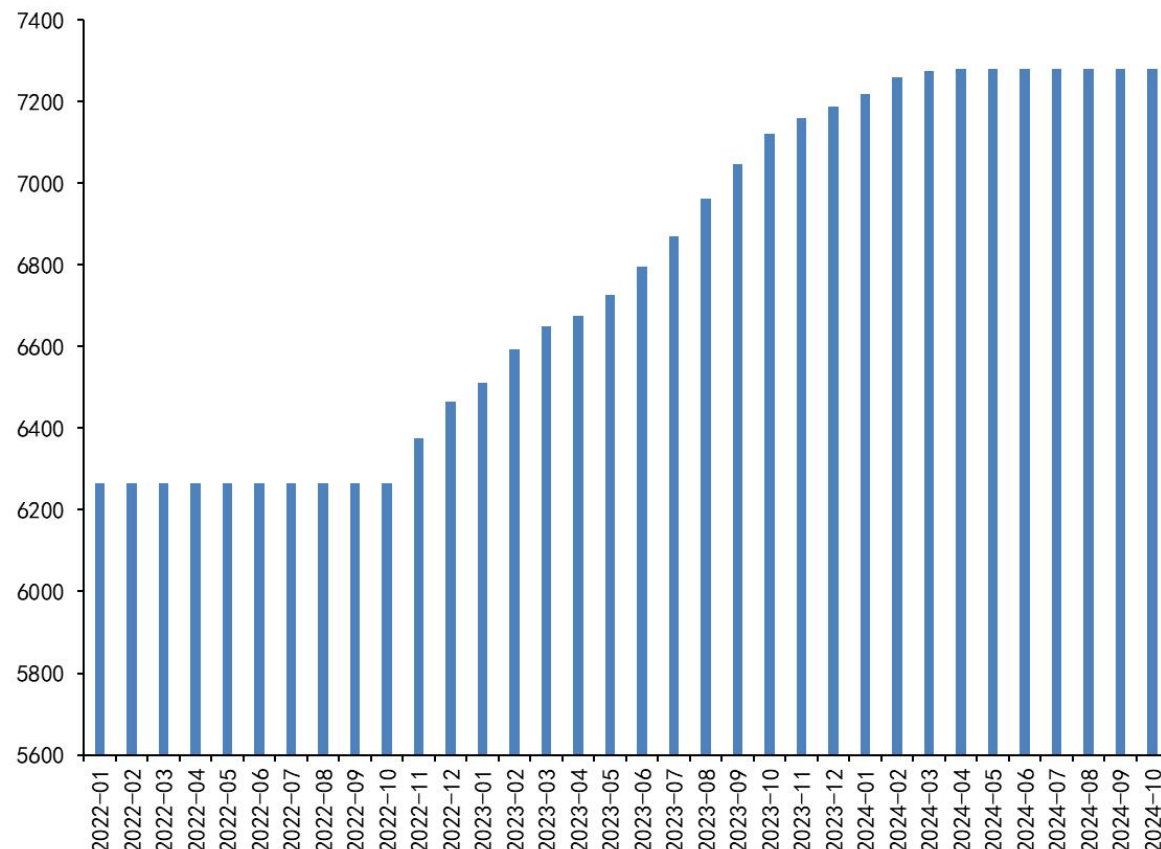
- 根据世界黄金协会数据，近两年来西方国家黄金储备基本稳定，主要购金需求来自新兴经济体央行，其中中国、印度、土耳其、波兰等国黄金储备增加较多。
- 根据中国人民银行公开数据，我国自2022年11月至2024年4月连续18个月增持黄金，黄金储备由6246万盎司增至7280万盎司，增持超1000万盎司。

图11：主要国家央行黄金储备变化（吨）



数据来源：世界黄金协会，华龙证券研究所

图12：中国央行黄金储备变化（万盎司）

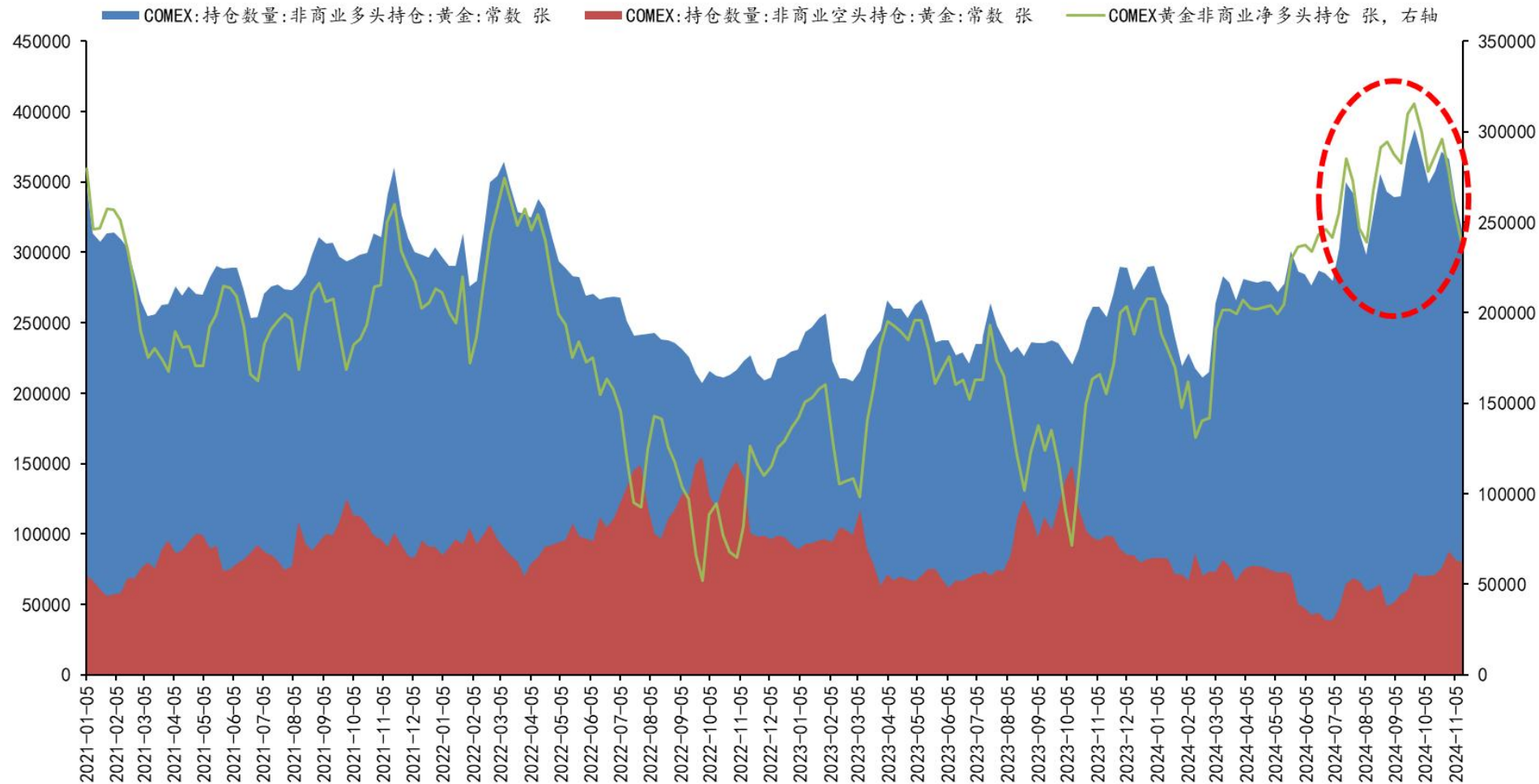


数据来源：中国人民银行，华龙证券研究所

02 2.2 本轮金价上涨原因：投机资金

- 在地缘局势紧张、大国竞争加剧的不确定性背景下，涌入黄金的投机资金显著增加。自2024年二季度开始，COMEX黄金非商业多头市场显著增加，净多头持仓单数震荡上行，并在高位波动，10月开始多空博弈加剧，并在美国大选临近结束阶段回调。

图13: COMEX 黄金非商业持仓净多头变化情况



数据来源：Wind，华龙证券研究所

02 2.3 2025年金价判断：持续看好，震荡向上

- 长期因素：强美元基本确定；赤字与通胀走势不确定（特朗普政策要点存在逻辑冲突、美联储独立性尚待观察），看政策落地情况，因而黄金目前框架未破。
- 短期因素：央行购金、投机资金均有所降温，地缘政治事件催化下短期波动概率高。
- 结论：2025年金价高位支撑因素较强，下行空间有限，向上空间“看情况”，事件催化下或将高位震荡继续向上。若共和党执政下美国赤字持续增长，黄金有望在震荡中迎来下一波行情。

图14：金价影响因素及其变动方向



数据来源：DonaldTrump.com，华龙证券研究所

目录

1

行业走势回顾

2

美国债务幽灵下的黄金：2025年震荡向上

3

铜：供需双弱，2025年需求回暖更关键

4

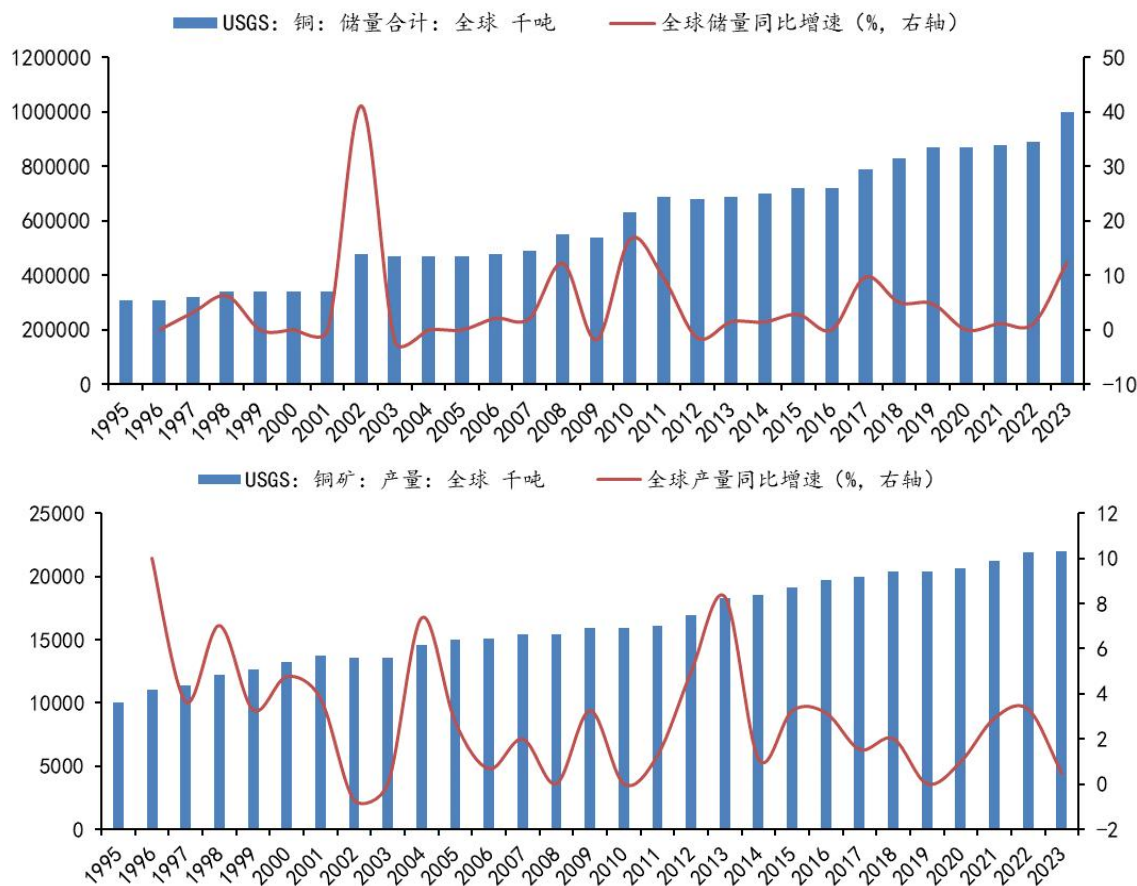
投资建议

5

风险提示

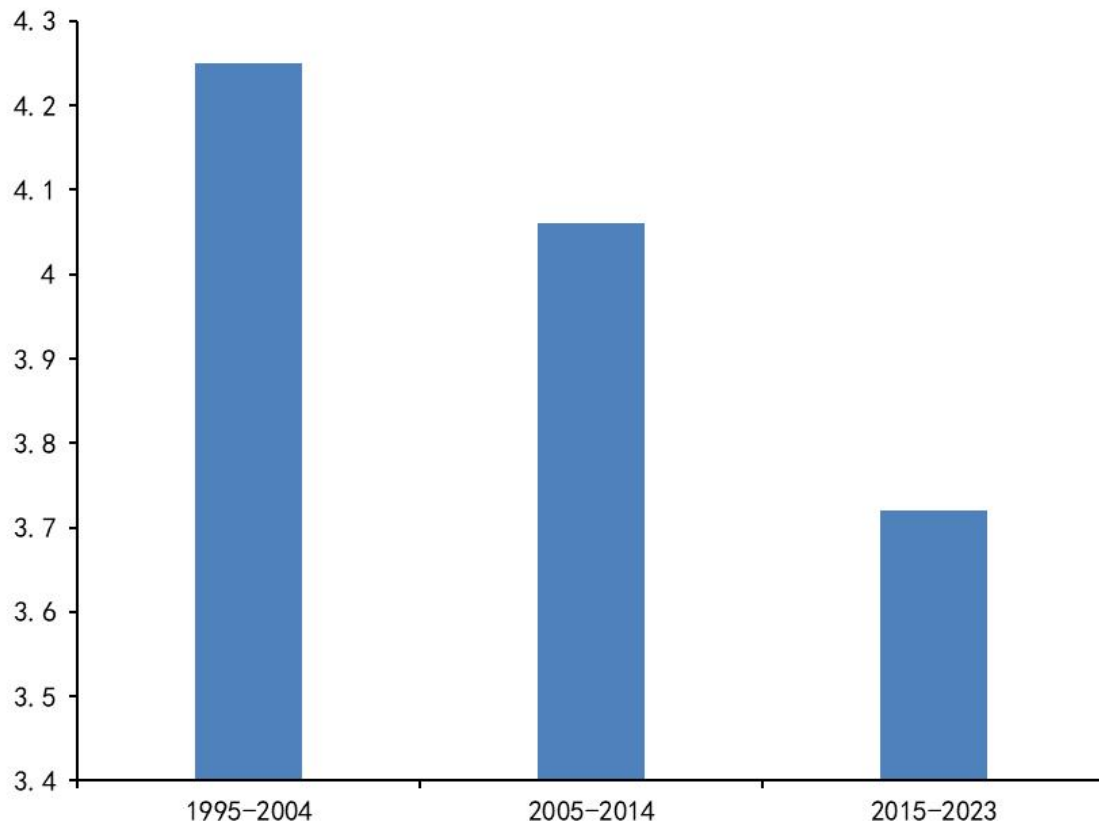
- 一方面，全球铜矿品位进一步下行，开采边际成本大幅增加，另一方面，全球铜矿企业Capex下滑，铜矿开发周期变长且置信度下降，导致可供应矿石储量处于长周期下滑中。
- 在20世纪，全球铜矿品位长期高于1%，最高达到4%，到2010年时下滑至0.62%。

图15：全球铜矿储量、产量变化



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

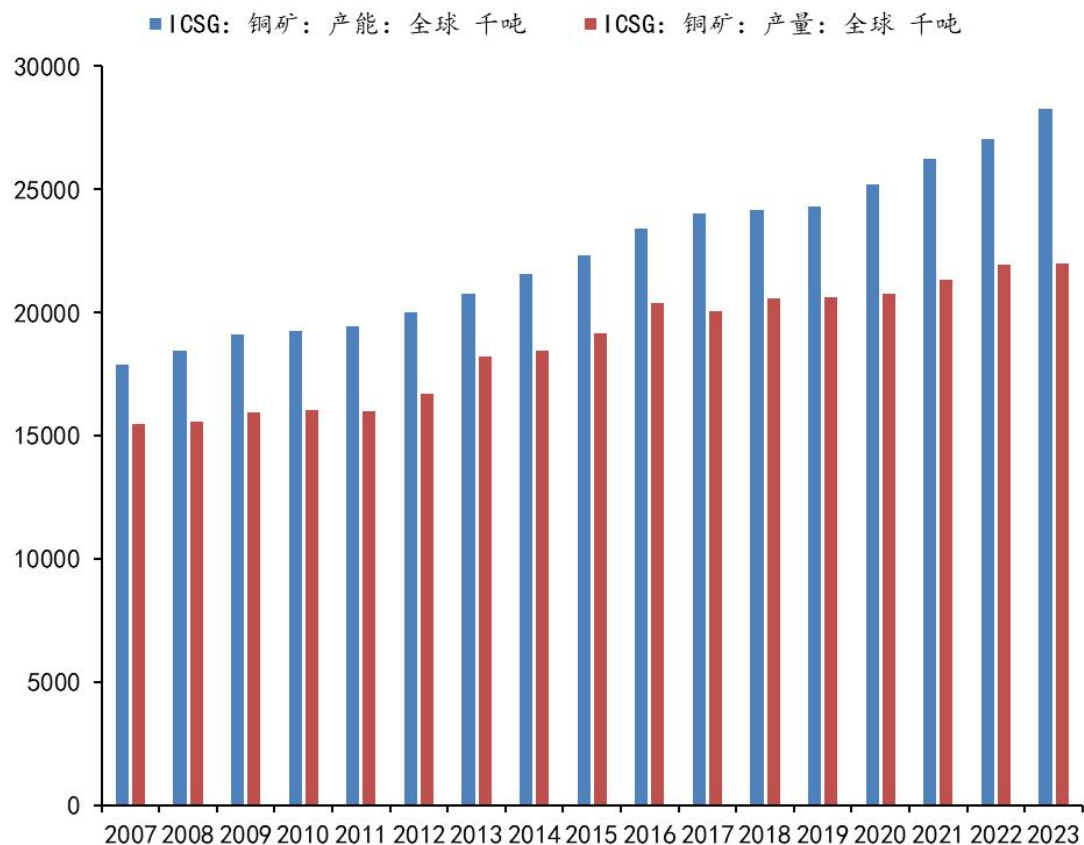
图16：全球铜矿储量CAGR变化 (%)



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

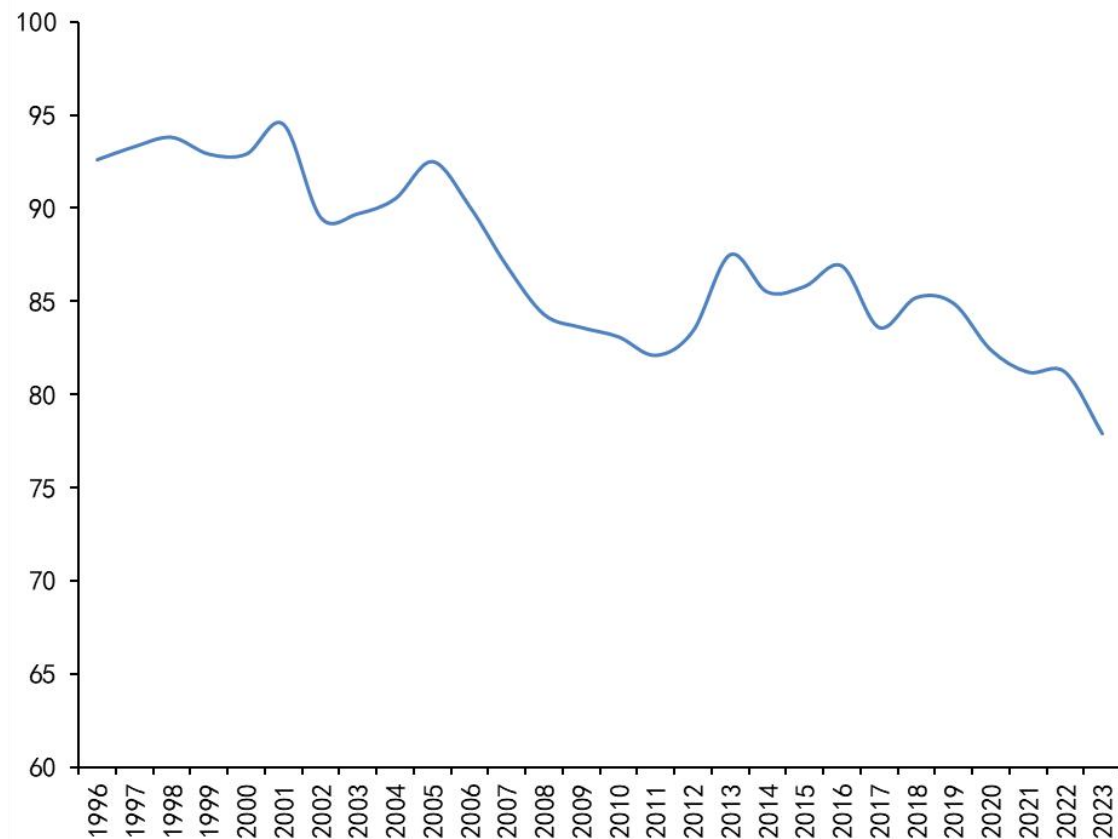
- 在品位下降、储量减少背景下，现有铜矿生产面临的干扰情况越来越多。智利最大矿山之一Escondida曾发生多次罢工，同样的劳工纠纷也多次发生在秘鲁，并造成人员伤亡；2023年底，第一量子所有的巴拿马CP铜矿被迫关闭，使全球每年铜供应量减少400万吨。
- 在长期、短期各种因素干扰下，铜矿供应面临的压力日益加大，全球铜矿产能利用率已连续多年下降，2023年已首次跌破80%至77.9%。

图17：全球铜矿产能产量变化



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

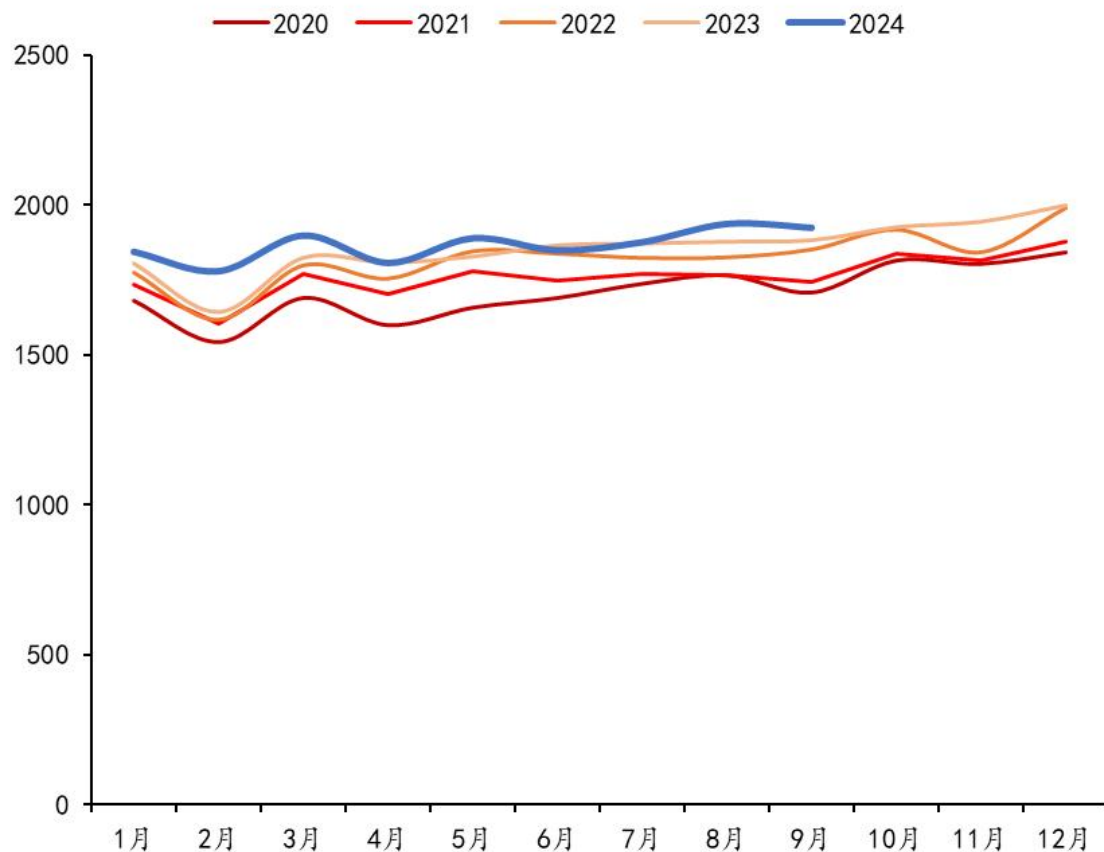
图18：全球铜矿产能利用率 (%)



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

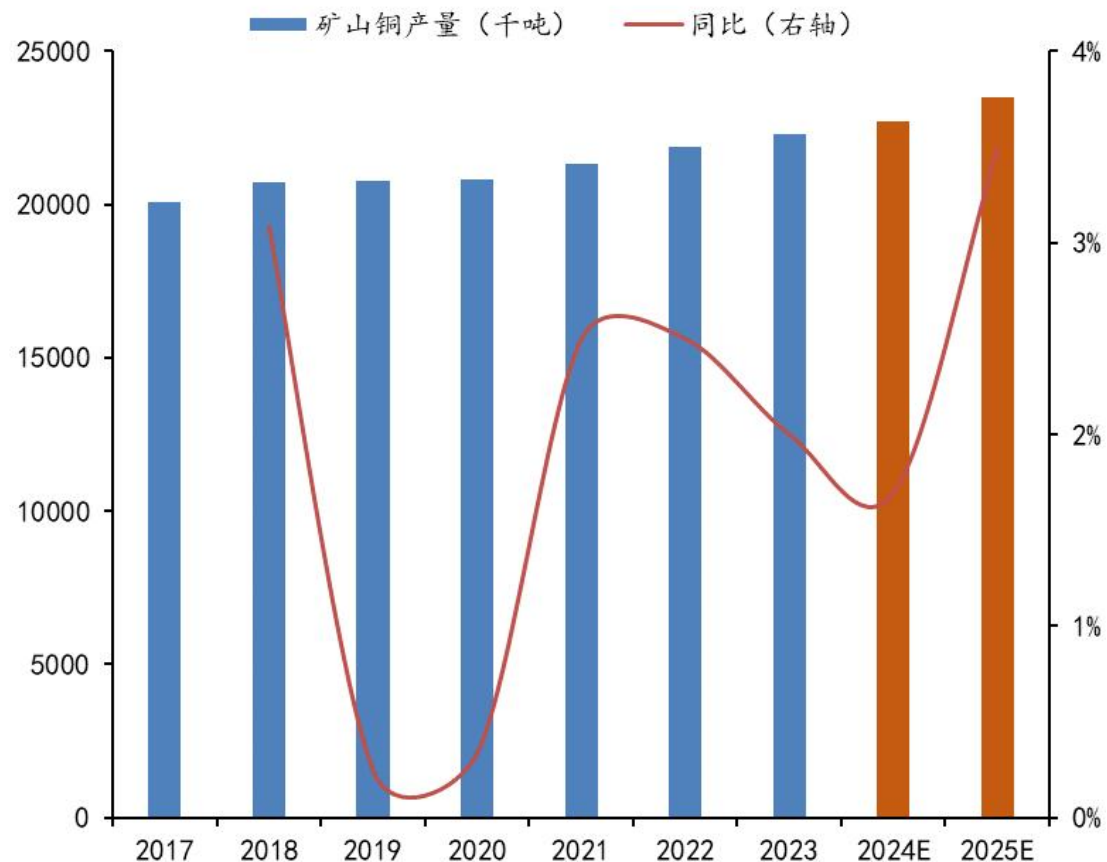
- 2020年以来，全球矿山产铜保持缓慢增长；2024年1-9月产量为16812千吨，同比增长2.48%，对比上半年2.76%增速有所放缓，根据ICSG预测，全年矿产铜增速为1.7%，意味着下半年矿端供给受干扰将更大。
- ICSG预计2025年全球矿山产铜增速3.5%，从分布来看，2025年大小矿山均有增量。但考虑到2024年年初预期较高、年中因各种干扰增速不足，我们认为2025年矿山产铜增量或仍有待观察。

图19：历年矿山产铜量（千吨）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

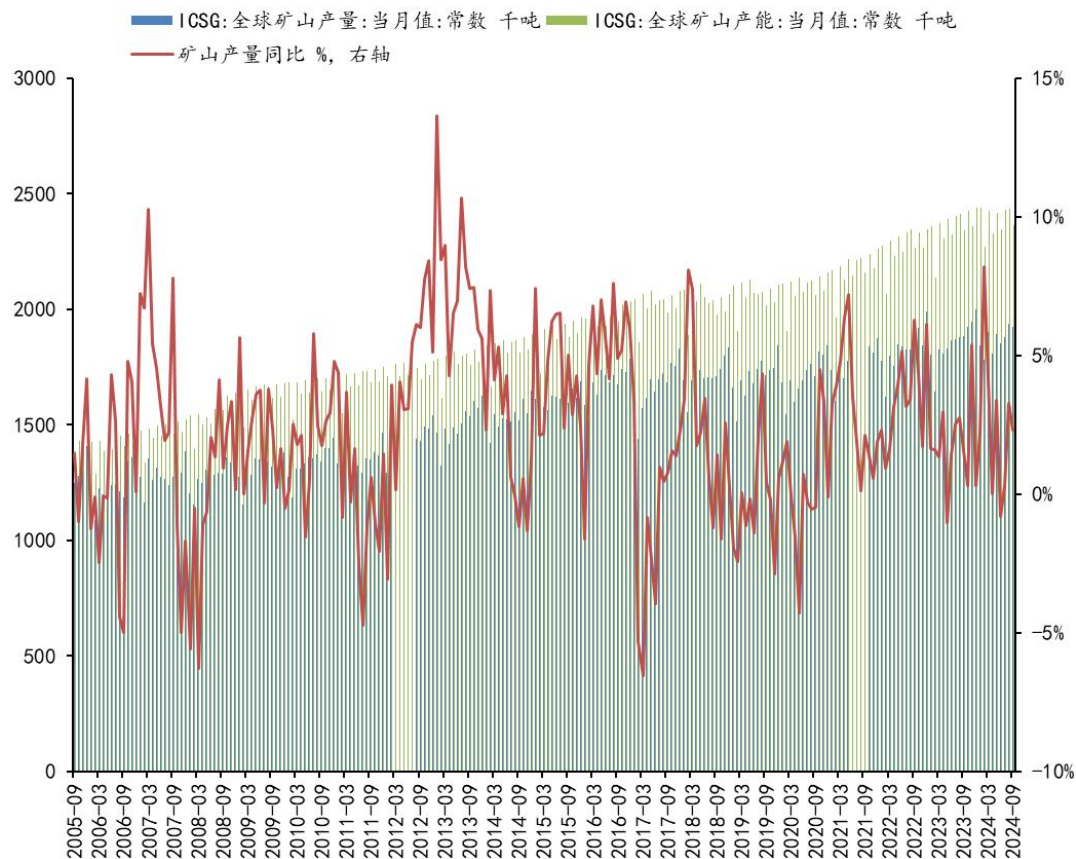
图20：当前预计2025年矿山产铜增速快于2024年



数据来源：ICSG，华龙证券研究所

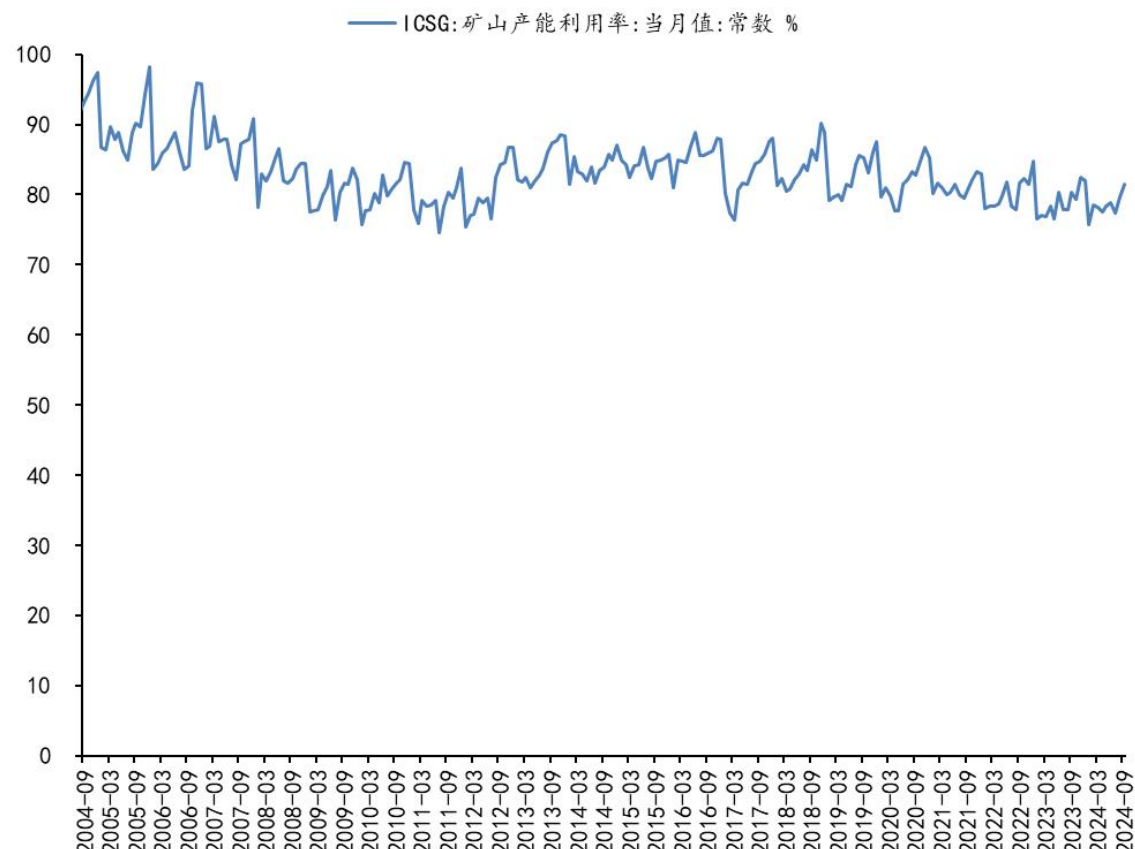
- 受新发现矿山较少、现有矿山品位降低、开采成本上升等影响，全球矿山产铜产能增长逐渐快于产量增长，矿山产能利用率逐步下滑。

图21：全球矿山产铜产量、产能变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图22：全球铜矿矿山产能利用率

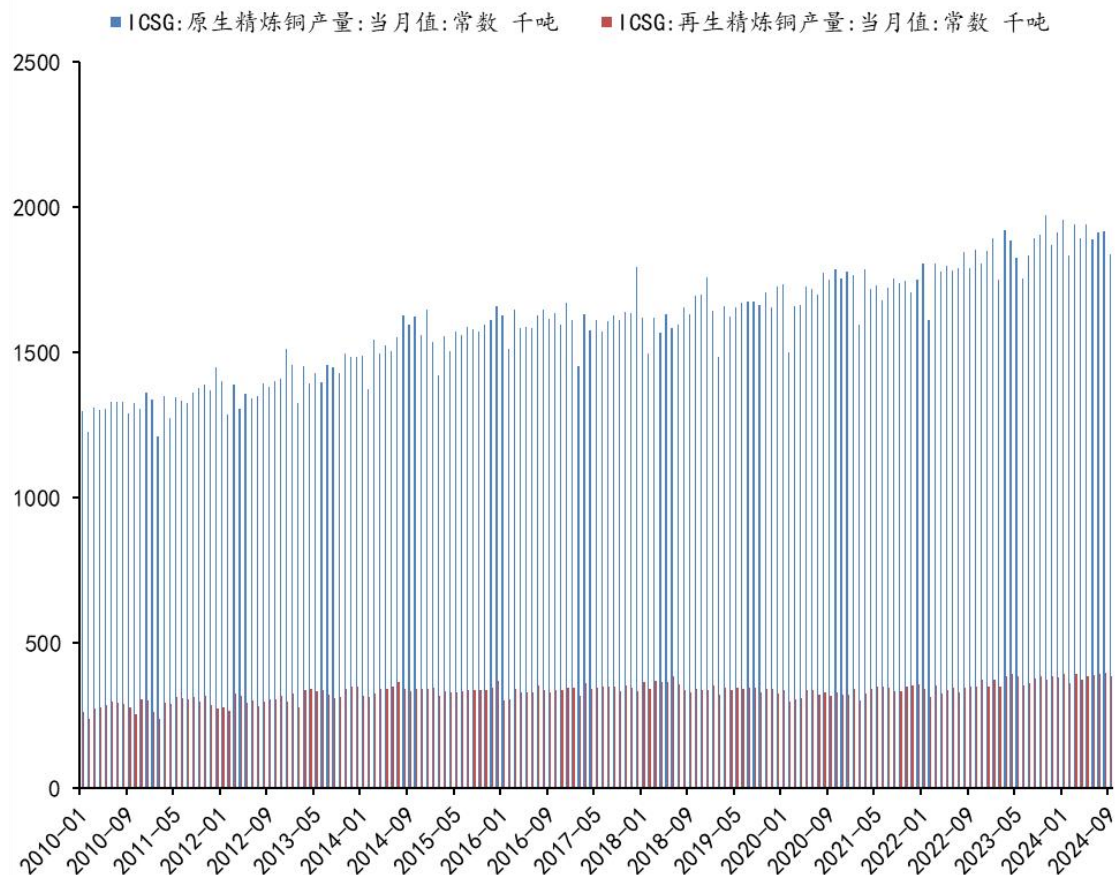


数据来源：Wind，华龙证券研究所

03 3.2 精炼铜：产能过剩下的脆弱平衡

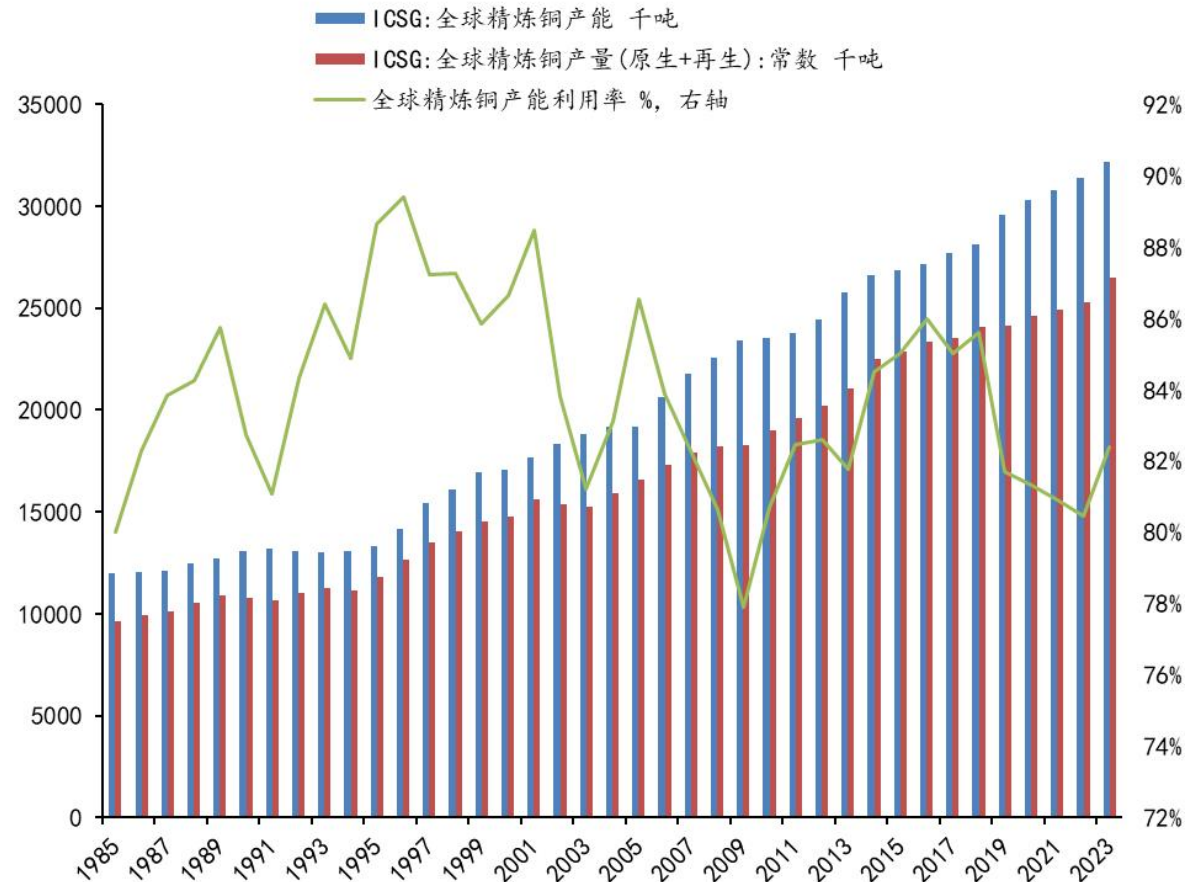
- 过去十余年，再生精炼铜产量增速缓慢，主要增量来自原生精炼铜。然而，精炼铜产能增速更快，导致全球精炼铜产能利用率震荡下降，2023年全球产能利用率82.39%，较2022年小幅提升，过剩仍比较明显。

图23：ICSG精炼铜产量月度变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图24：ICSG精炼铜产能产量月度变化

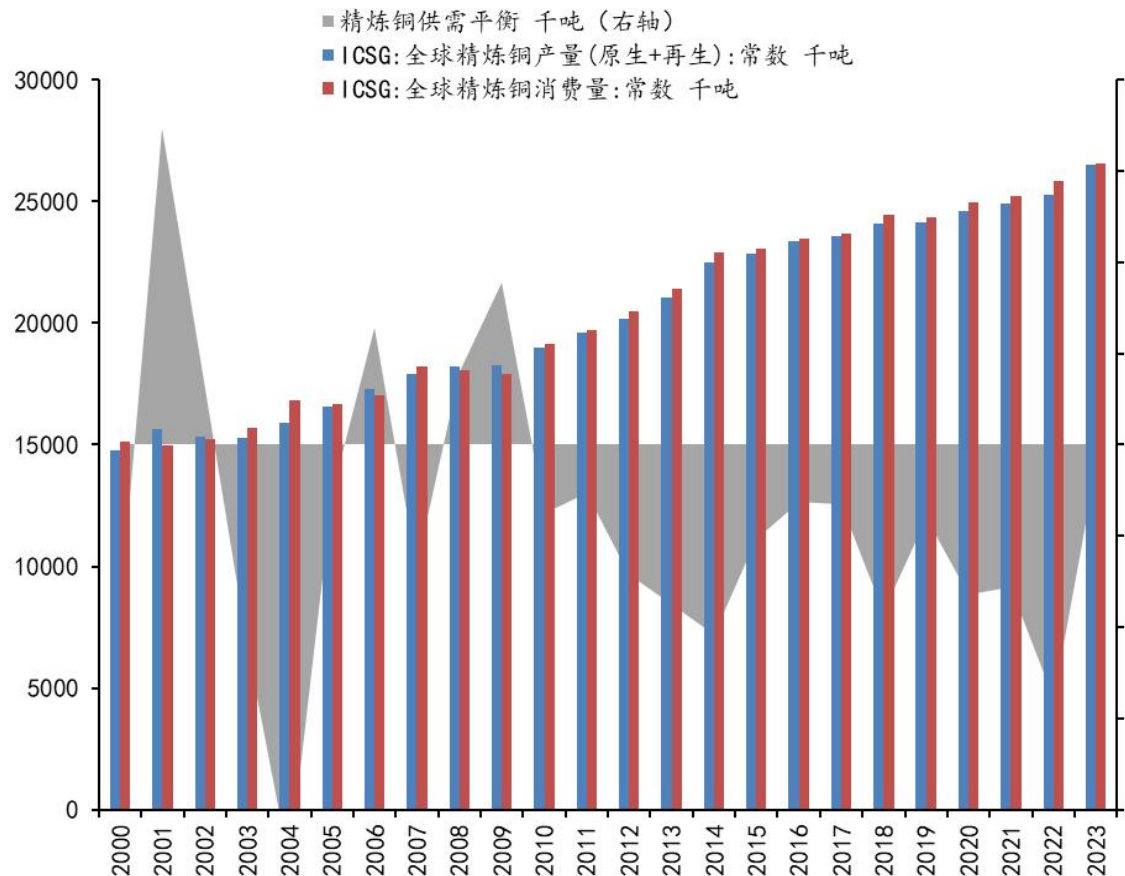


数据来源：Wind，华龙证券研究所

03 3.2 精炼铜：产能过剩下的脆弱平衡

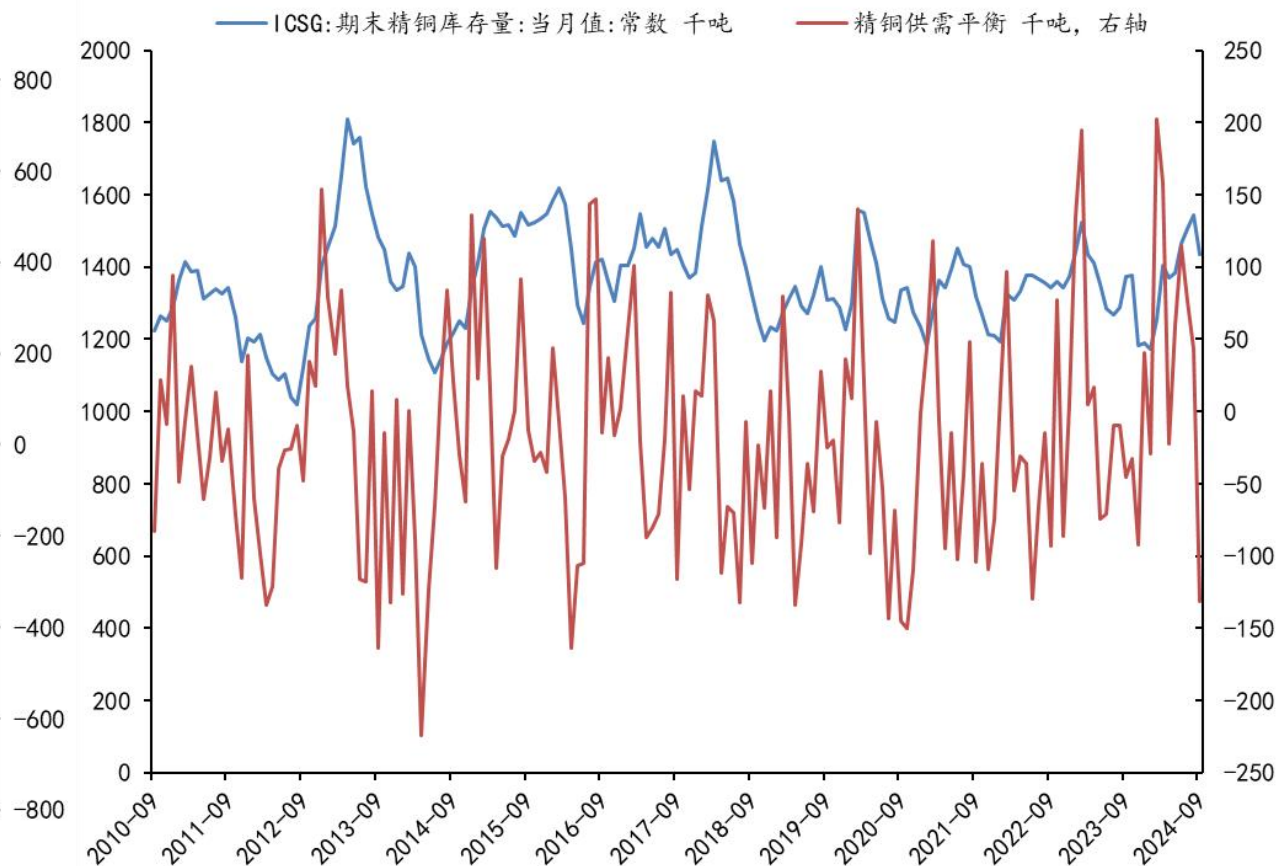
- 从年度时点数据来看，2010年以来供给短缺50-500千吨不等。
- 考虑到全球范围内巨大的社会库存量，再结合月度动态数据来看，在相当部分时期内，精铜供需与库存保持了相同的变化趋势，但库存数量级远大于供需平衡差额，且波动更小，说明在精铜产能过剩背景下，社会库存是供需变化的巨大蓄水池，平抑了供需与价格波动。

图25：ICSG精炼铜供需平衡变化（年度）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图26：ICSG精炼铜供需变化（月度）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

03 3.3 产业链视角：矿端供给不足或将持续

- 2024年年初全球铜矿生产干扰变大，多个铜矿停产，为全年乃至2025年的铜精矿供应增加了不确定性，中国冶炼厂现货TC由90美元/千吨降至个位数，目前维持在11美元/千吨左右，仍在历史低位，反映矿端紧缺，下游冶炼厂经营压力较大，话语权较弱。
- 在安托法加斯塔与中国冶炼厂2024年中谈判中，约定TC为23.25美元/千吨，较往年大幅降低，预计2025年冶炼厂在谈判中将继续承压，TC/RC可能维持低位。

图27：中国冶炼厂TC变化

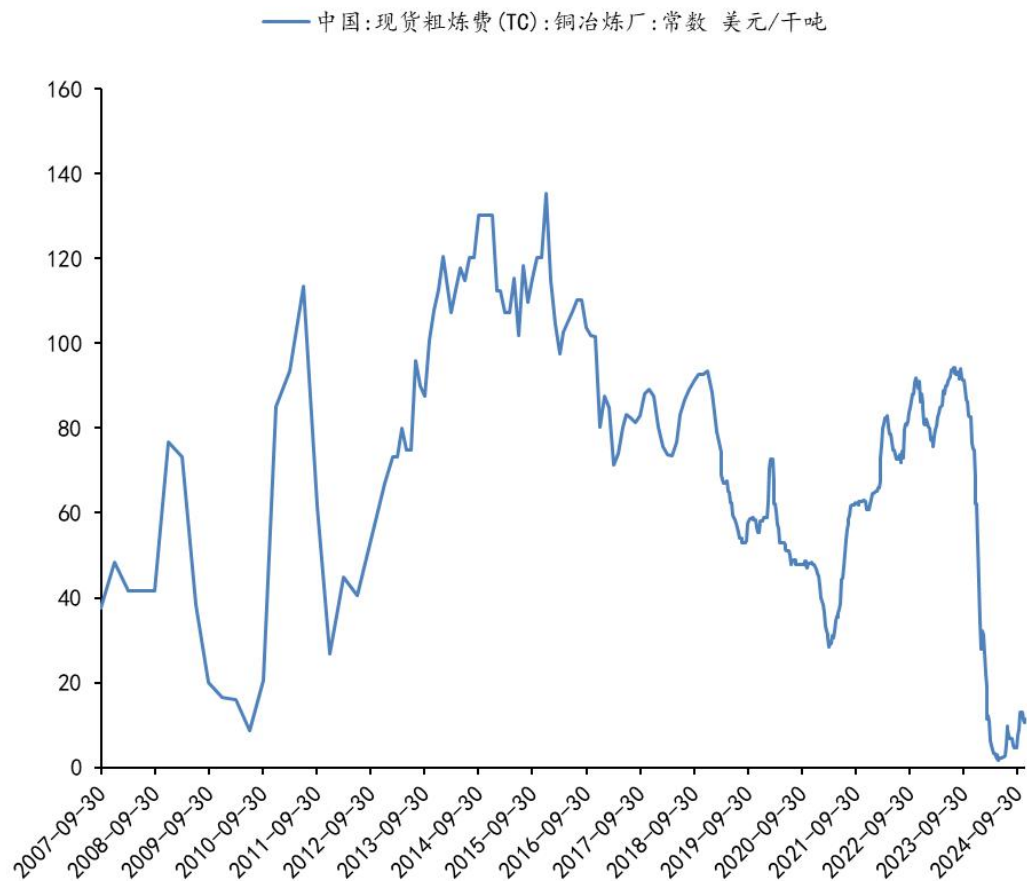


图28：中国冶炼厂RC变化

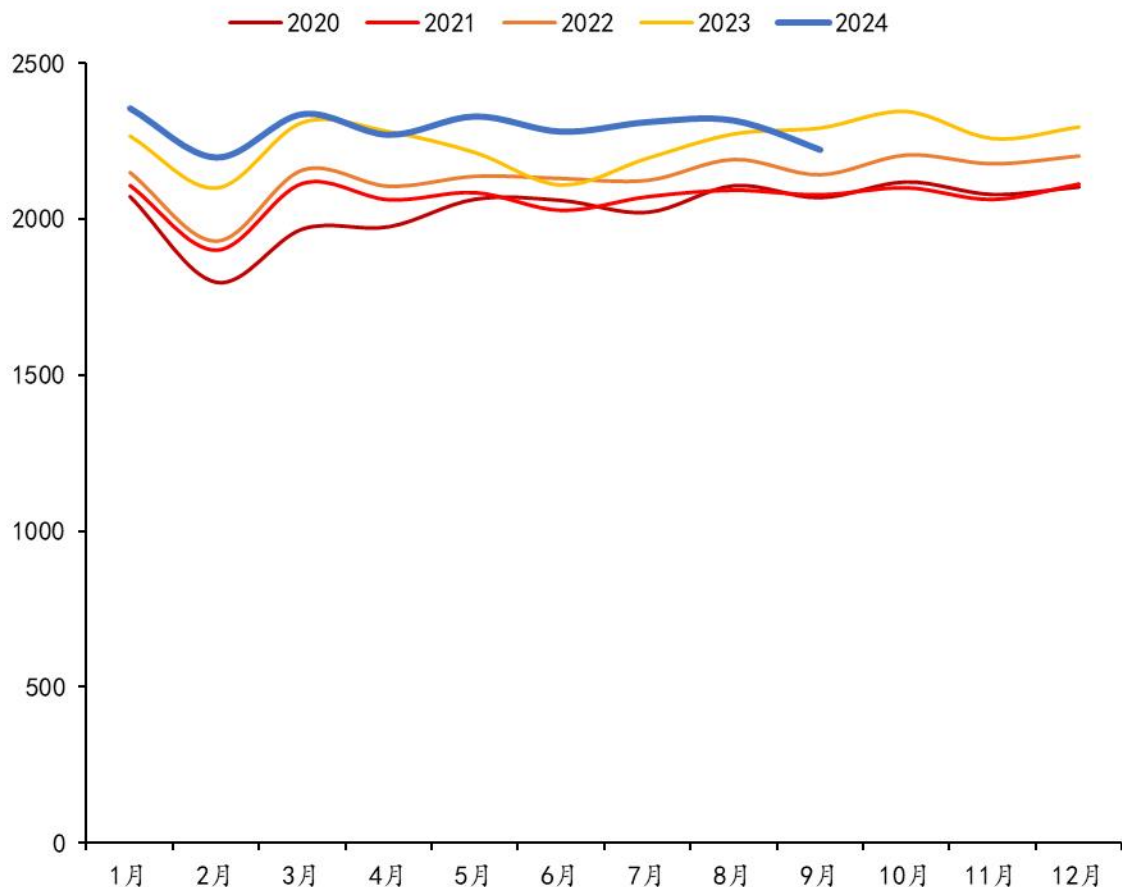


数据来源：Wind，华龙证券研究所

数据来源：Wind，华龙证券研究所

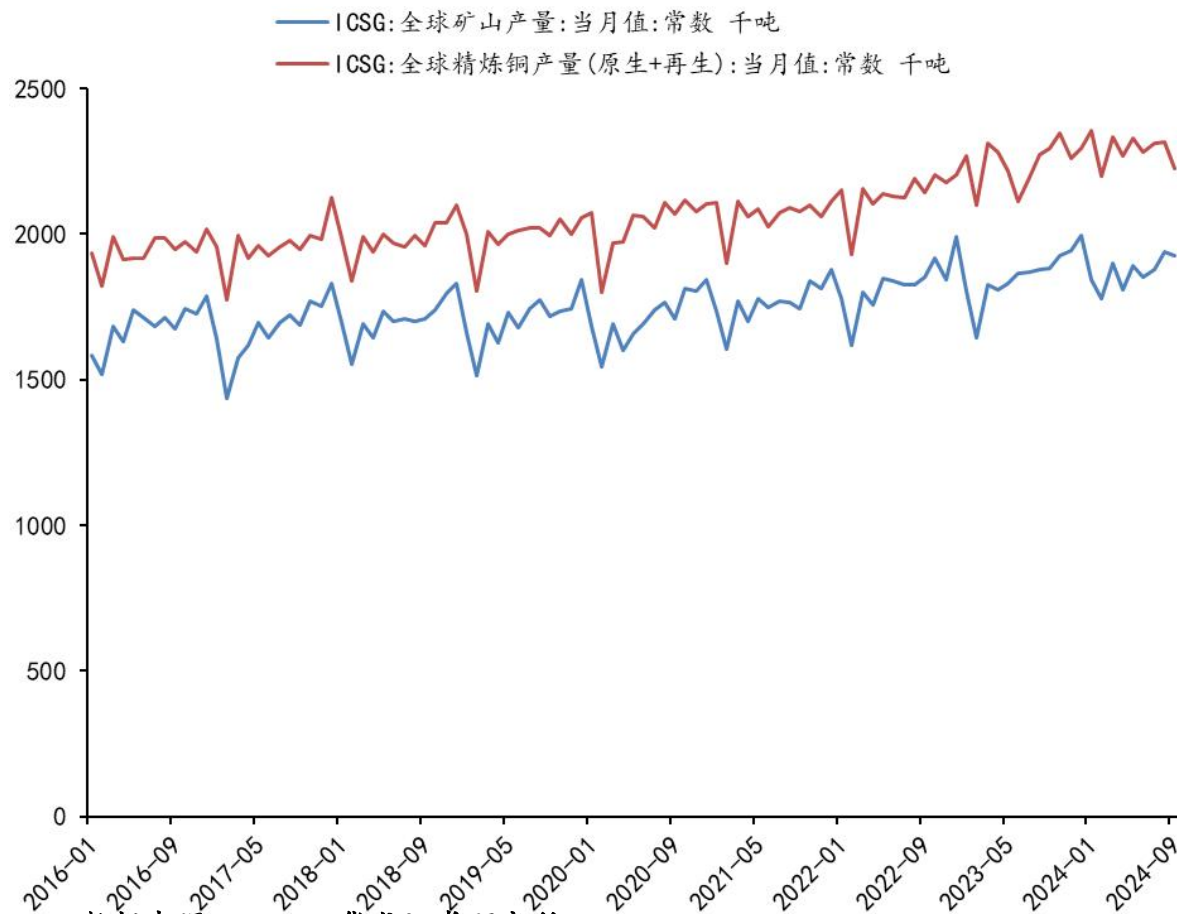
- 2020年以来，精炼铜产量稳步增长，其中2023年到2024年上半年增幅明显。
- 结合上游矿山产铜产量来看，两者走势一致性较高，表现出较有规律的周期性波动，矿山产铜较精炼铜有1-2个月提前度。2023年以后精炼铜增幅加大，矿山产铜增幅基本不变，且出现一定波动。

图29：历年精炼铜产量变化（千吨）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图30：矿产铜与精炼铜变化关系

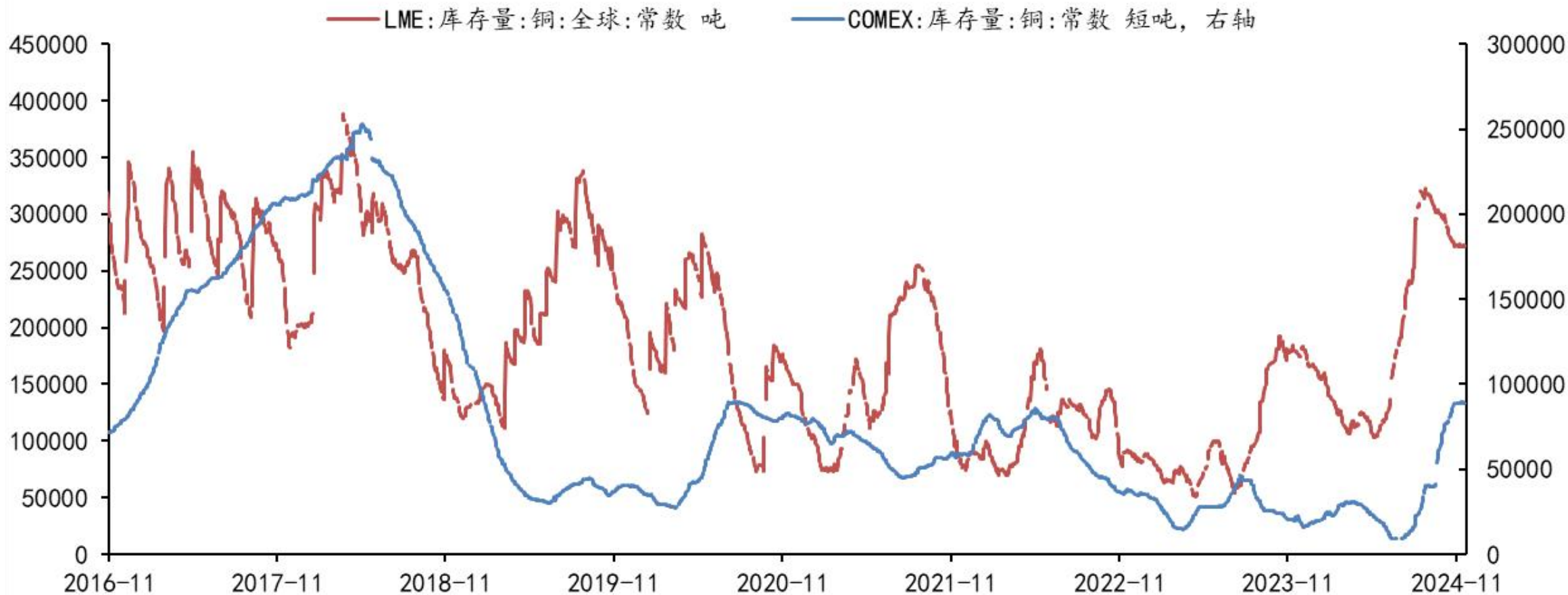


数据来源：Wind，华龙证券研究所

03 3.3 产业链视角：库存高位，仍待去化

- 库存方面，伦铜、美铜2024年上半年累库，目前库存均在2019年以来高位，伦铜自2024年三季度以来有所去化，美铜仍处高位，去化尚需时日。

图31：铜库存变化

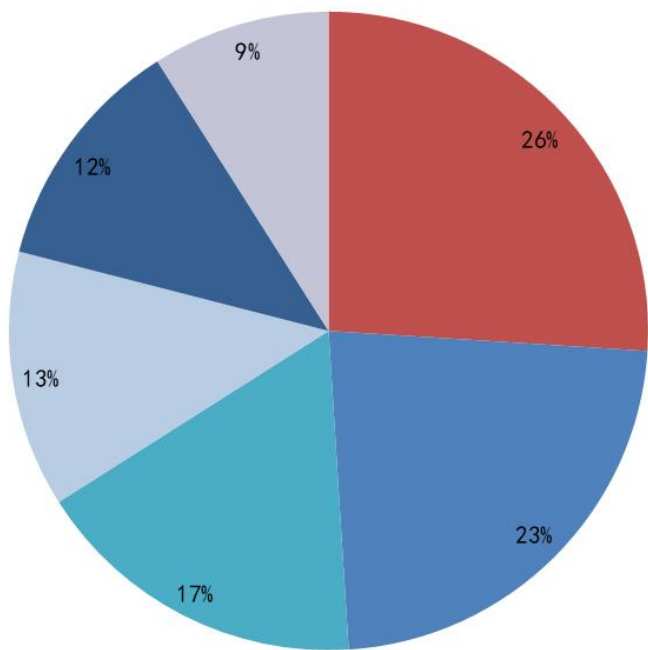


数据来源：Wind，华龙证券研究所

- 全球范围内，目前铜的下游主要需求有建筑、冰箱及电子、电力、交通等，其中传统用途占比较高。特朗普施政核心包括投资美国实体经济、推动制造业回流，但其政策落地进度有待观察；中国铜需求占比最高为电力，其次为家电、交通、建筑等，随着中央一系列财政、货币政策出炉，我国经济有望于2025年逐步复苏回暖，带动铜需求提升。
- 相对于传统用途，风光、新能源车、数据中心、5G基站等新需求高速增长，据我的钢铁网数据，2024-2026年新兴领域占铜需求比重将分别提升至18.4%、21.5%、24.4%。

图32：全球铜需求占比情况

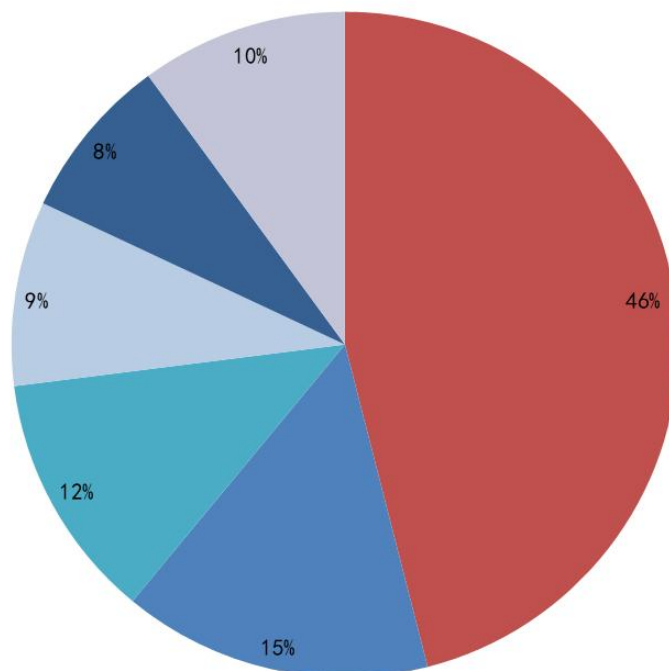
■ 建筑 ■ 冷却、电子等消费产品 ■ 电力等基础设施 ■ 交通 ■ 工业设备 ■ 其他



数据来源：ICSG，华龙证券研究所

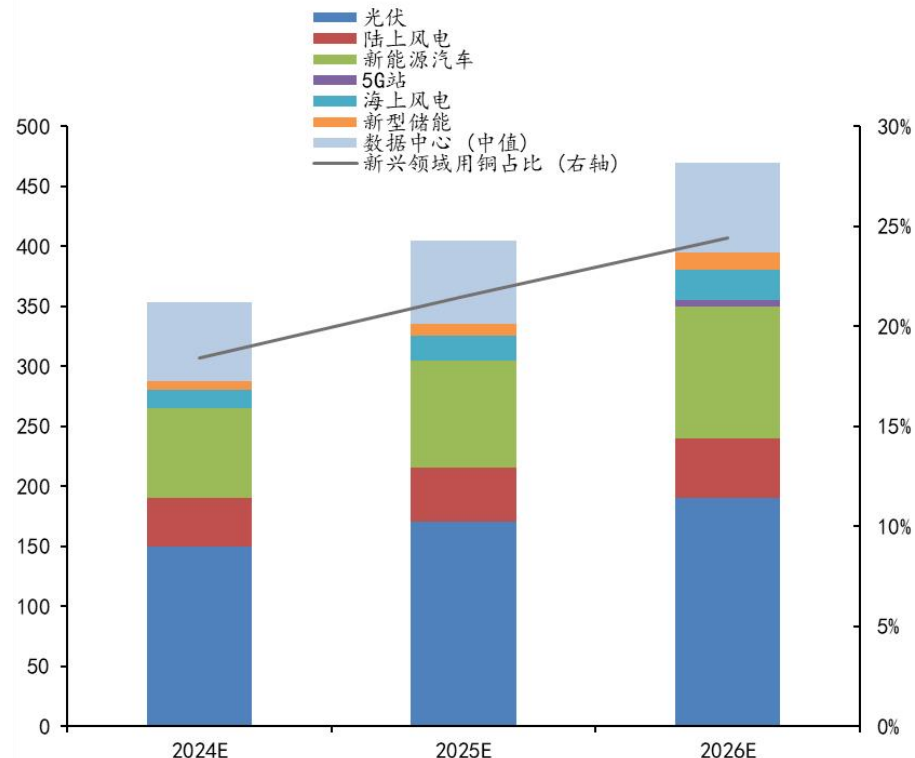
图33：中国铜需求占比情况

■ 电力 ■ 家电 ■ 交通运输 ■ 建筑 ■ 电子 ■ 其他



数据来源：我的钢铁网，华龙证券研究所

图34：全球新兴领域铜需求（万吨）



数据来源：我的钢铁网，华龙证券研究所

目录

1

行业走势回顾

2

美国债务幽灵下的黄金：震荡向上

3

铜：2025供需双弱，需求回暖更关键

4

投资建议

5

风险提示

- **黄金：**10年期美债实际利率的传统分析框架解释力降低，金价对利率走向反应钝化，其背后是长期视角下美国债务规模扩张及美元信用减弱，此逻辑或难以短期逆转，因此金价中枢长期向上确定性较高。短期看，投机资金在特朗普获选后获利了结，同时央行购金节奏有所放缓，黄金投机热度降温。特朗普新任期政策核心包括对内减税降费、投资美国城市、推动制造业回流，对外加强移民管控、加征关税，同时意图加强对美联储的干预。这一系列政策可能带来复杂影响：一方面减税降费和制造业回流将提振美国经济，美元走强，另一方面加强移民管控和加征关税可能导致“再通胀”，为美联储降息带来不确定性。整体来看，由于美国债务规模向上、“再通胀”可能性仍较高，金价向下空间不大，短期内更多受投机资金、央行购金及地缘政治事件催化而波动，我们认为2025年黄金或震荡向上。建议关注：紫金矿业（601899.SH）、山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）、赤峰黄金（600988.SH）。
- **铜：**供需两端均弱，2025年需求更关键。2023年年底以来，受一系列事件影响，铜精矿供应不确定性增加，2024年实际铜精矿供应增量不及预期，据ICSG预测，2025年铜精矿供应仍将增长，但存在不确定性。上游矿端供给收缩，中游冶炼端持续承压，中国冶炼厂TC/RC 2024年大幅跳水，目前仍维持历史低位，2025年CSPT谈判不容乐观。需求方面，铜下游需求广泛，其中风光、新能源车、5G基站、数据中心等增长较快，2025年，中、美两大经济体财政政策均将逐渐落地，有望刺激铜需求回暖。整体而言，矿端供应收缩较为确定，需求端中、美及全球宏观经济复苏仍待观察，2025年铜价弹性将主要由需求决定。建议关注：紫金矿业（601899.SH）、洛阳钼业（603993.SH）、西部矿业（601168.SH）、铜陵有色（000630.SZ）、金诚信（603979.SH）。

- 海外通胀波动风险。当前美国经济仍存韧性，特朗普新政策可能导致“再通胀”，对金价产生影响。
- 美联储独立性存不确定性。在特朗普已经胜选、即将就任预期下，美联储独立性可能面临考验，对降息节奏产生不确定性影响。
- 海外地缘政治风险。海外地缘政治事件可能引起极端避险情绪，从而影响金属价格。
- 特朗普经济政策落地进度存不确定性。特朗普意图推行的经济政策可能落地存在不确定性。
- 重磅政策落地进度不及预期。中央重磅政策公布后，落地进度尚需逐步跟进。
- 数据引用风险。本文中的数据引用来源可靠的来源，测算周密，数据经过多次审核，但是不排除有误差的可能性，请以实际为准。

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明:

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告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。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层
邮编：100033

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼
邮编：200000

深圳

地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层
邮编：518046