

2024 年 12 月 22 日

美联储“鹰派降息”，金价调整

——有色金属 大宗金属周报（2024/12/16/-2024/12/20）

投资评级：看好（维持）

投资要点：

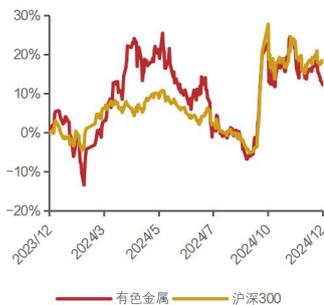
证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
郑嘉伟
SAC: S1350523120001
zhengjiawei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
陈婉婷
SAC: S1350524110006
chenwanyu@huayuanstock.com

联系人

陈轩
chenxuan01@huayuanstock.com

板块表现：



- **贵金属板块：美联储“鹰派降息”，金价调整。**伦敦现货黄金下跌 1.60%、上期所黄金下跌 1.86%、沪金持仓量下跌 6.67%，伦敦现货白银下跌 6.31%、上期所白银下跌 4.50%、沪银持仓量上涨 2.64%，钯金下跌 5.80%，铂金上涨 0.32%。本周金价一度在周三跌破 2600 美元/盎司，周五晚有所回升，主要源于：1) 美联储“鹰派降息”，市场对美联储 2025 年预期降息次数减少：12 月 19 日，美联储 12 月 FOMC 如期降息 25BP，但鲍威尔在发布会上讲话偏鹰，表示目前处于降息放缓阶段，且通胀降低进展低于预期，市场预期美联储 25 年仅降息两次，低于 9 月 4 次降息预期。受鲍威尔鹰派发言影响，美债、美股、黄金和比特币价格均大幅回调。2) 美国 11 月 PCE 低于预期，金价回升：周五晚美国 11 月核心 PCE 2.8%，低于预期值，市场对通胀的担忧边际缓解，对美联储 25 年降息预期边际抬升，金价回升。**短期看，25 年美联储降息预期扰动以及特朗普上台后的加关税政策驱动通胀预期交易或将短期主导金价走势。长期看，我们认为在美国货币和财政政策双宽松，美元信用收缩及去美元化的大背景下，预计黄金中长期仍具备上涨空间。建议关注：紫金矿业、中金黄金、赤峰黄金、山东黄金、山金国际、株冶集团和湖南白银。**
- **铜板块：宏观压制，铜价回落。下游开工维持高位，国内库存持续去化。**本周伦铜下跌 2.12%，沪铜下跌 1.30%；伦铜库存下跌 0.18%，沪铜库存下跌 16.19%。冶炼费 8.3 美元/吨；硫酸价格下跌 1.21%，铜冶炼毛利为 -1028 元/吨，亏损扩大。宏观方面，受鲍威尔鹰派发言影响，市场预期 25 年美联储降息次数减少，铜价承压回落。基本面方面，铜下游开工维持高位，国内库存持续去化。本周电解铜杆开工率 80.62%，环比回落 1.75pct。本周沪铜库存 7.09 万吨，环降 16.19%，伦铜库存 27.23 万吨，环降 0.18%，smm 社会库存 9.87 万吨，环降 19.30%。中长期看，铜供给端缺矿问题仍未缓解，资本开支到产量的实现仍需较长时间，供给刚性仍在，预计铜价中长期上涨空间较大。**建议关注：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、铜陵有色以及低估值的河钢资源。**
- **铝板块：需求淡季，铝价承压下行。氧化铝开始震荡，价格或迎来拐点。**本周伦铝下跌 3.13%，沪铝下跌 2.28%；库存方面，伦铝库存下跌 1.91%、沪铝库存下跌 1.03%，现货库存下跌 5.90%；原料方面，本周氧化铝价格下跌 0.43%，阳极价格持平，铝企毛利为 -919 元/吨，亏损扩大。本周国内铝下游加工龙头企业开工率为 62.4%，环跌 0.8pct。需求淡季叠加铝价下跌抑制下游提货积极性，后续下游开工率或仍将承压。短期内氧化铝基本面仍呈现供应偏紧状态，但下游畏高情绪严重，短期或进入上下游博弈阶段，氧化铝价格或进入震荡阶段，后续需持续关注铝土矿国内外供给端扰动进展，以及氧化铝新投产产能放量节奏。**建议关注：中国铝业（氧化铝）、索通发展（阳极）、电投能源、天山铝业、云铝股份、神火股份、焦作万方。**
- **小金属板块：小金属价格跟踪：海绵钛上涨 2.30%，钢/硅锰/五氧化二钒下跌 0.80%/1.93%/2.00%。**本周小金属涨跌互现。**建议关注：锑-湖南黄金、华锡有色、华钰矿业；钨-中钨高新、章源钨业、厦门钨业和翔鹭钨业；钼-锡业股份、株冶集团、锌业股份；锰-西部黄金。**
- **风险提示：**下游复产不及预期风险；国内房地产需求不振风险；新能源汽车增速不及预期风险。

内容目录

1. 行业综述	5
1.1. 重要信息	5
1.2. 市场表现	6
1.3. 估值变化	7
2. 贵金属	7
3. 工业金属	9
3.1. 铜	10
3.2. 铝	11
3.3. 铅锌	12
3.4. 锡镍	13
4. 小金属	14
5. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 申万有色板块下跌 3.09%, 跑输上证指数 2.39pct	6
图表 2: 本周有色板块涨跌幅位居申万板块第 19 名	6
图表 3: 有色板块涨跌幅前十	6
图表 4: 有色板块涨跌幅后十	6
图表 5: 申万有色板块 PE、PB 估值水平	7
图表 6: 贵金属价格变动	7
图表 7: 黄金价格走势 (美元/盎司-元/克)	8
图表 8: 白银价格走势 (美元/盎司-元/千克)	8
图表 9: 沪金持仓量 (万手)	8
图表 10: 沪银持仓量 (万手)	8
图表 11: 钯金价格走势 (美元/盎司)	8
图表 12: 铂金价格走势 (美元/盎司)	8
图表 13: 工业金属价格、库存及盈利变动	9
图表 14: 铜价格走势 (美元/吨-元/吨)	10
图表 15: 铜冶炼加工费 (美元/吨)	10
图表 16: LME 铜库存 (吨)	10
图表 17: 上期所库存 (吨)	10
图表 18: 副产硫酸价格走势 (元/吨)	10
图表 19: 铜冶炼毛利 (元/吨)	10
图表 20: 铝价格走势 (美元/吨-元/吨)	11
图表 21: 氧化铝价格走势 (元/吨)	11
图表 22: 伦铝库存 (万吨)	11
图表 23: 沪铝库存 (万吨)	11
图表 24: 预焙阳极价格走势 (元/吨)	11
图表 25: 电解铝行业毛利 (元/吨)	11
图表 26: 铅价格走势 (美元/吨-元/吨)	12
图表 27: 铅期货库存 (吨)	12
图表 28: 锌价格走势 (美元/吨-元/吨)	12

图表 29: 锌期货库存 (吨)	12
图表 30: 锌冶炼加工费 (元/吨)	12
图表 31: 锌矿企及冶炼毛利润 (元/吨)	12
图表 32: 锡价格走势 (美元/吨-元/吨)	13
图表 33: 期货锡库存 (吨)	13
图表 34: 镍价格走势 (美元/吨-元/吨)	13
图表 35: 期货镍库存 (吨)	13
图表 36: 镍铁价格走势 (元/镍点)	13
图表 37: 印尼&中国镍铁企业毛利 (元/吨)	13
图表 38: 小金属价格变动	14
图表 39: 钨精矿及钼精矿价格走势 (元/吨-元/吨度)	14
图表 40: 海绵锆及钛精矿价格走势 (元/千克-元/吨)	14
图表 41: 镁锭及锑精矿价格走势 (元/吨-元/金属吨)	15
图表 42: 锗锭及铟锭价格走势 (元/千克)	15
图表 43: 五氧化二钒及氧氯化锆价格走势 (元/吨)	15
图表 44: 钛白粉及海绵钛价格走势 (元/吨-元/千克)	15
图表 45: 锰矿和硅锰价格走势	15
图表 46: 镉价格走势 (元/吨)	15

1. 行业综述

1.1. 重要信息

国内外宏观：

美国 11 月零售销售月率超预期。12 月 17 日,美国 11 月零售销售月率 0.7%,预期 0.5%,前值 0.5%。

美联储 12 月 FOMC 会议降息 25BP, 符合预期。12 月 19 日, 美联储 12 月 FOMC 会议将美联储利率上限下调 25BP 至 4.5%, 同时克利夫兰联储主席哈马克投票不支持降息, 主要出于对通胀的担忧。

鲍威尔讲话偏鹰。12 月 19 日, 鲍威尔在发布会上表示“我们正处于或接近放缓降息的时刻”, 同时表明降低通胀的进展比预期慢。市场对 2025 年预期美联储降息次数减少。

美国至 12 月 14 日当周初请失业金人数略低于预期。12 月 19 日, 美国至 12 月 14 日当周初请失业金人数 22 万人, 预期 23 万人, 前值 24.2 万人。

美国 11 月核心 PCE 低于预期。12 月 20 日, 美国 11 月核心 PCE 物价指数年率 2.8%, 预期 2.9%, 前值 2.8%。

重要公告：

1、兴业银锡：公司拟收购宇邦矿业 85% 股权，其核心资产为双尖子山矿区银铅矿采矿权。12 月 20 日, 公司发布公告, 公司拟以自有资金及自筹资金 23.88 亿元, 收购国城矿业、李振水、李泮洋持有的宇邦矿业 85% 股权, 核心资产为位于内蒙古自治区巴林左旗的双尖子山矿区银铅矿采矿权。本次交易完成后, 公司将成为宇邦矿业的控股股东。

2、鹏欣资源：南非西选厂复产项目已正式投产。12 月 18 日, 公司公告, 南非西选厂修复的产线已开始正式投产, 并已产出合质金, 投产后预计产能 7 万吨/月, 复产后西选厂将逐步加工 Tau 矿和 P1 矿区已开采的矿石。

1.2. 市场表现

板块表现:

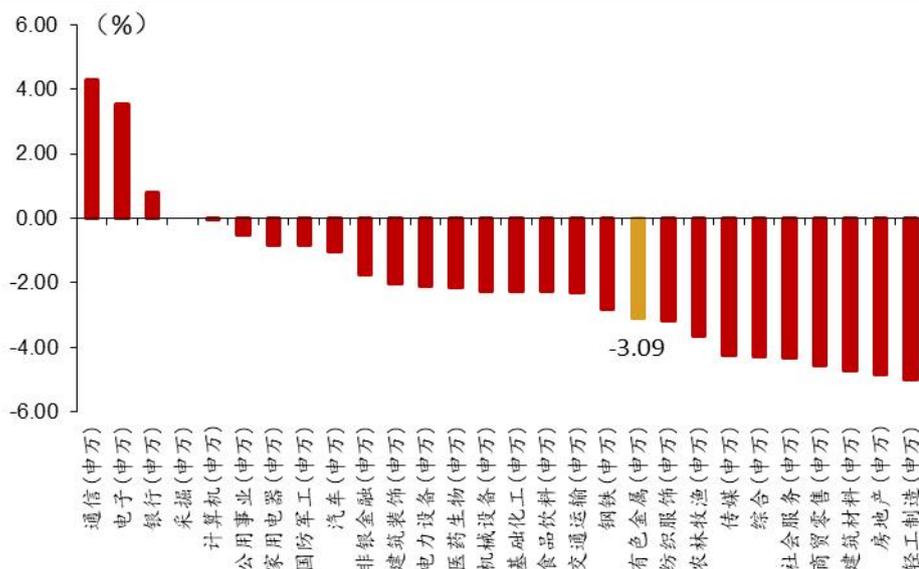
板块表现方面：本周上证指数下跌 0.70%，申万有色板块下跌 3.09%，跑输上证指数 2.39pct，位居申万板块第 19 名。个股方面，本周涨跌幅前五的股票是：西部材料、ST 中润、鹏欣资源、宏创控股、博威合金；涨跌幅后五的股票是：罗平锌电、玉龙股份、华阳新材、国城矿业、和胜股份。

图表 1：申万有色板块下跌 3.09%，跑输上证指数 2.39pct

代码	指数	本周指数	周涨幅 (%)	月涨幅 (%)	年涨幅 (%)
000001.SH	上证指数	3,368.07	-0.70	1.25	13.21
801050.SI	有色(申万)	4,455.03	-3.09	-2.57	6.46

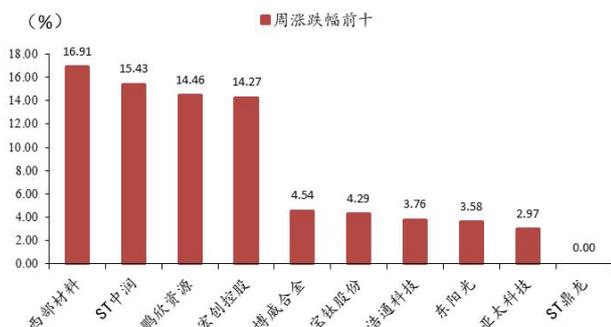
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 2：本周有色板块涨跌幅位居申万板块第 19 名



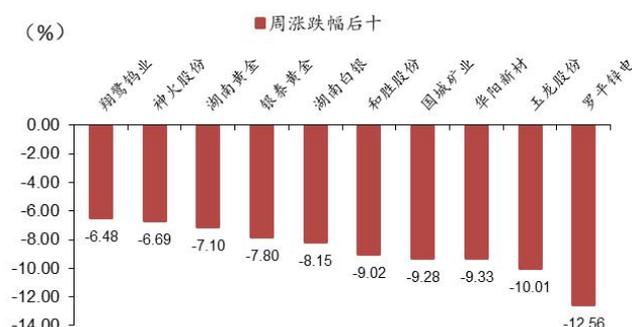
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 3：有色板块涨跌幅前十



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：有色板块涨跌幅后十



资料来源：wind，华源证券研究所

1.3. 估值变化

PE_TTM 估值：本周申万有色板块 PE_TTM 为 18.90 倍，本周变动-0.33 倍，同期万得全 A PE_TTM 为 18.77 倍，申万有色与万得全 A 比值为 101%。

PB_LF 估值：本周申万有色板块 PB_LF 为 2.05 倍，本周变动-0.04 倍，同期万得全 A PB_LF 为 1.60 倍，申万有色与万得全 A 比值为 128%。

图表 5：申万有色板块 PE、PB 估值水平

指数	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）	18.90	-0.33	-0.44	2.98	2.05	-0.04	-0.05	0.01
万得全 A	18.77	-0.07	0.27	2.11	1.60	0.00	0.02	0.12
有色/万得全 A	101%	-0.26	-0.72	0.87	128%	-0.03	-0.07	-0.11

资料来源：wind，华源证券研究所

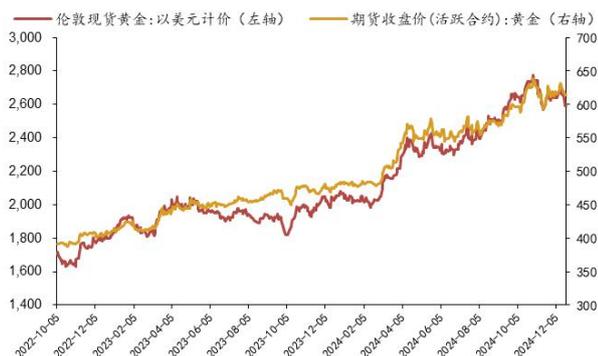
2. 贵金属

伦敦现货黄金下跌 1.60%、上期所黄金下跌 1.86%、沪金持仓量下跌 6.67%，伦敦现货白银下跌 6.31%、上期所白银下跌 4.50%、沪银持仓量上涨 2.64%，钯金下跌 5.80%，铂金上涨 0.32%。

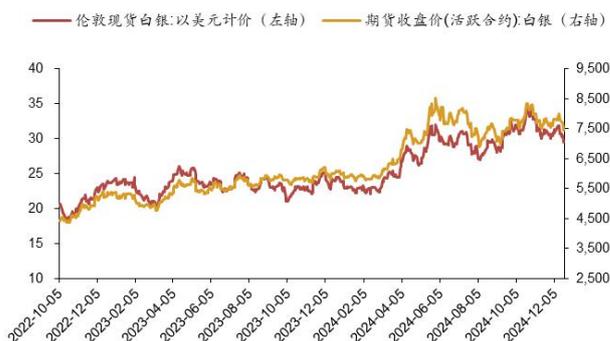
图表 6：贵金属价格变动

品种	市场	单位	价格	本周变动	本月变动	年初至今
黄金	伦敦现货	美元/盎司	2,616.45	-1.60%	-1.31%	26.86%
	上期所	元/克	613.94	-1.86%	-0.79%	27.45%
	沪金持仓量	万手	37.30	-6.67%	-1.08%	-6.8%
白银	伦敦现货	美元/盎司	28.80	-6.31%	-6.21%	21.04%
	上期所	元/千克	7,444	-4.50%	-3.29%	24.56%
	沪银持仓量	万手	76	2.64%	4.81%	-24.58%
钯	伦敦现货	美元/盎司	909	-5.80%	-7.53%	-19.98%
铂	伦敦现货	美元/盎司	930	0.32%	-1.06%	-7.00%

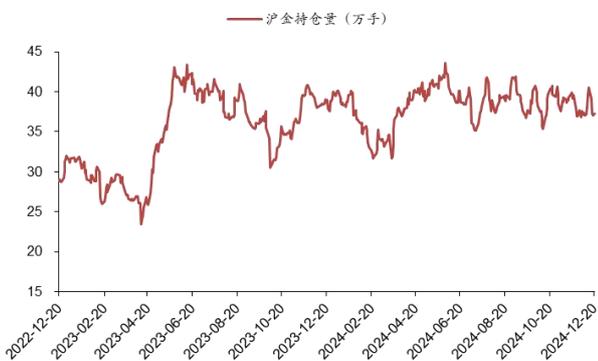
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 7：黄金价格走势（美元/盎司-元/克）


资料来源：wind，华源证券研究所

图表 8：白银价格走势（美元/盎司-元/千克）


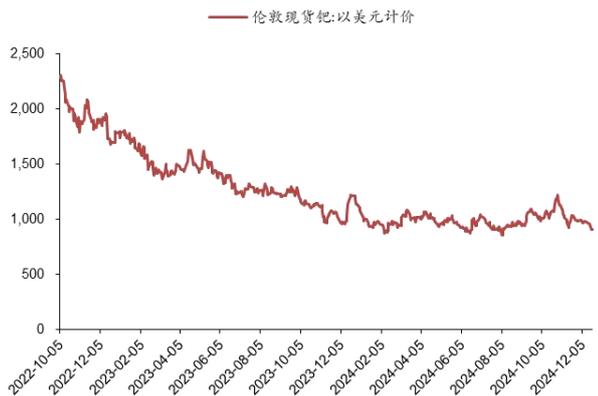
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 9：沪金持仓量（万手）


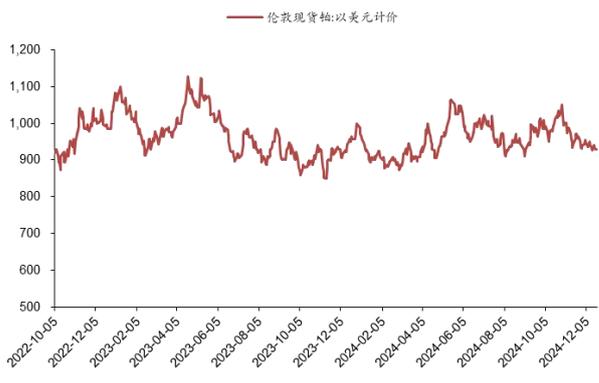
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 10：沪银持仓量（万手）


资料来源：wind，华源证券研究所

图表 11：钯金价格走势（美元/盎司）


资料来源：wind，华源证券研究所

图表 12：铂金价格走势（美元/盎司）


资料来源：wind，华源证券研究所

3. 工业金属

图表 13：工业金属价格、库存及盈利变动

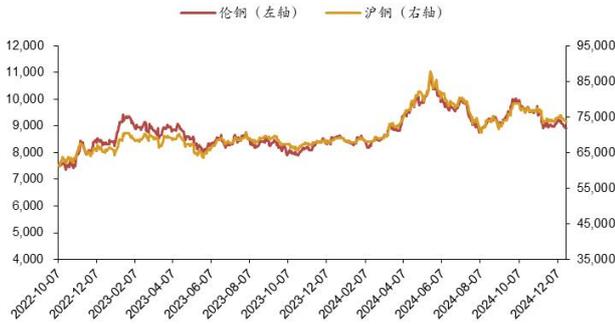
	品种	单位	价格/库存	本周变动	本月变动	年初至今
铜	伦铜价格	美元/吨	8905	-2.12%	-0.95%	3.85%
	沪铜价格	元/吨	73820	-1.30%	-0.01%	7.11%
	伦铜库存	吨	272325	-0.18%	0.49%	63.29%
	沪铜库存	吨	70864	-16.19%	-34.85%	129.30%
	散单冶炼费	美元/吨	8	-13.33%	-27.02%	-86.62%
	副产硫酸均价	元/吨	409	-1.21%	2.51%	70.49%
	冶炼毛利	元/吨	-1028	7.25%	10.92%	-235.43%
铝	伦铝价格	美元/吨	2525	-3.13%	-2.36%	6.03%
	沪铝价格	元/吨	19925	-2.28%	-2.02%	2.23%
	伦铝库存	万吨	66	-1.91%	-4.86%	20.60%
	沪铝库存	万吨	21	-1.03%	-6.81%	114.38%
	现货库存	万吨	53	-5.90%	-5.23%	21.48%
	氧化铝	元/吨	5725	-0.43%	0.44%	81.46%
	预焙阳极	元/吨	4020	0.00%	3.34%	-6.07%
铝企毛利	元/吨	-919	74.29%	204.32%	-125.47%	
铅	伦铅价格	美元/吨	1976	-1.42%	-4.68%	-4.36%
	沪铅价格	元/吨	17355	-0.46%	-0.12%	9.43%
	伦铅库存	吨	252475	-3.18%	-7.13%	86.05%
	沪铅库存	吨	52035	-0.41%	7.10%	-1.61%
锌	伦锌价格	美元/吨	2972	-4.50%	-3.76%	12.02%
	沪锌价格	元/吨	25180	-2.00%	-0.14%	17.06%
	伦锌库存	吨	254125	-5.35%	-8.21%	13.03%
	沪锌库存	吨	40137	-20.78%	-47.86%	89.19%
	锌冶炼加工费	元/吨	1650	0.00%	3.13%	-62.92%
	矿企毛利	元/吨	11710	-2.79%	-1.83%	93.87%
	冶炼毛利	元/吨	-1260	7.14%	-0.63%	-347.06%
锡	伦锡价格	美元/吨	28600	-3.35%	0.70%	12.38%
	沪锡价格	元/吨	241340	-3.09%	1.90%	13.89%
	伦锡库存	吨	4760	2.15%	-1.14%	-38.06%
	沪锡库存	吨	6834	-2.22%	-5.59%	7.69%
镍	伦镍价格	美元/吨	15175	-5.45%	-5.10%	-8.31%
	沪镍价格	元/吨	122380	-5.36%	-3.77%	-4.52%
	伦镍库存	吨	161436	-1.87%	0.92%	200.49%
	沪镍库存	吨	35390	2.04%	13.45%	164.93%
	镍铁（10-15%）	元/镍点	945	0.00%	-2.07%	2.72%
	国内镍铁企业盈利	元/吨	6076	26.09%	38.69%	934.74%
	印尼镍铁企业盈利	元/吨	25021	3.08%	1.62%	19.18%

资料来源：wind，华源证券研究所

3.1. 铜

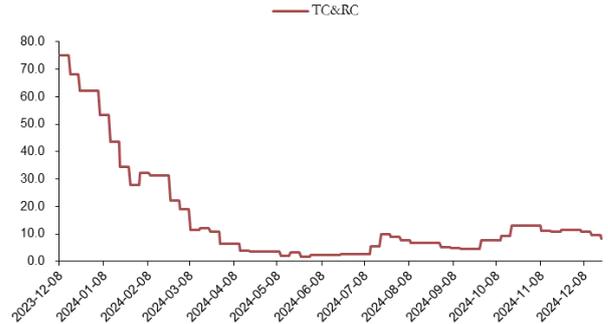
本周伦铜下跌 2.12%，沪铜下跌 1.30%；伦铜库存下跌 0.18%，沪铜库存下跌 16.19%。
冶炼费 8.3 美元/吨；硫酸价格下跌 1.21%，铜冶炼毛利为-1028 元/吨，亏损扩大。

图表 14：铜价格走势（美元/吨-元/吨）



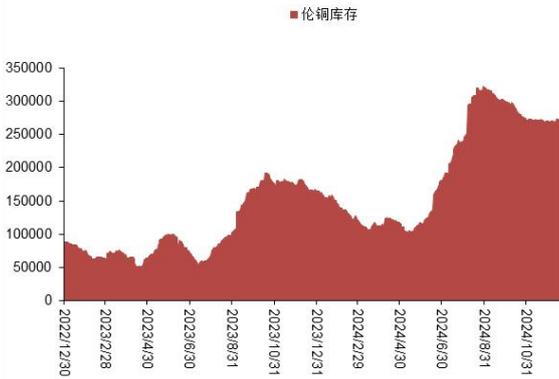
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 15：铜冶炼加工费（美元/吨）



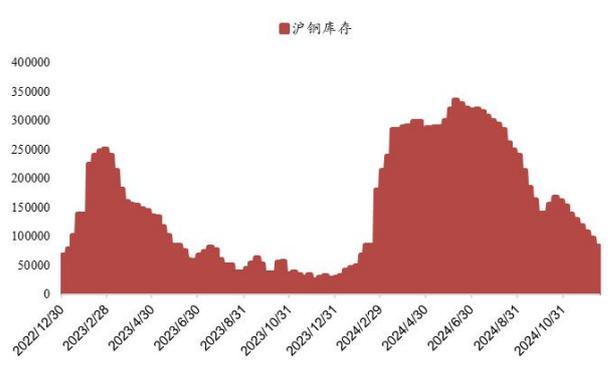
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 16：LME 铜库存（吨）



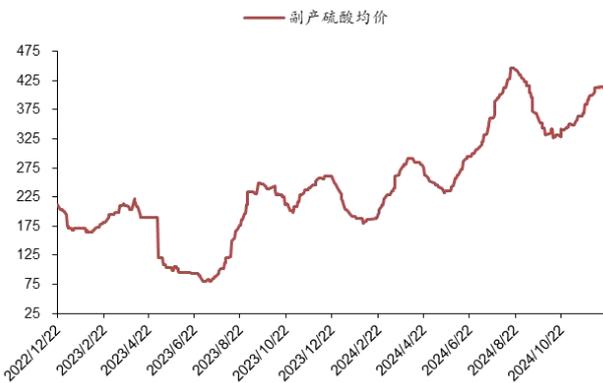
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 17：上期所库存（吨）



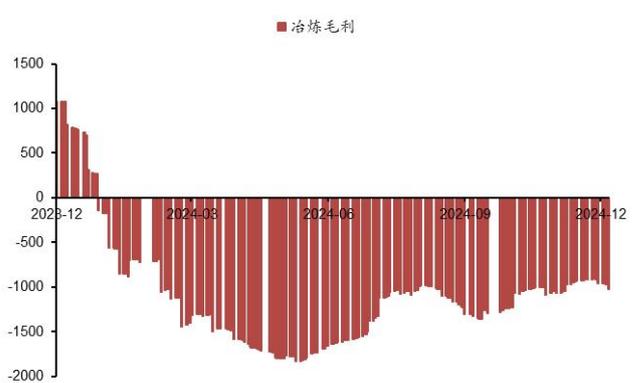
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 18：副产硫酸价格走势（元/吨）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 19：铜冶炼毛利（元/吨）

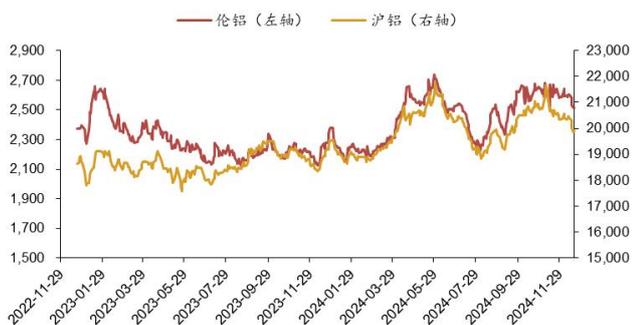


资料来源：wind，华源证券研究所

3.2. 铝

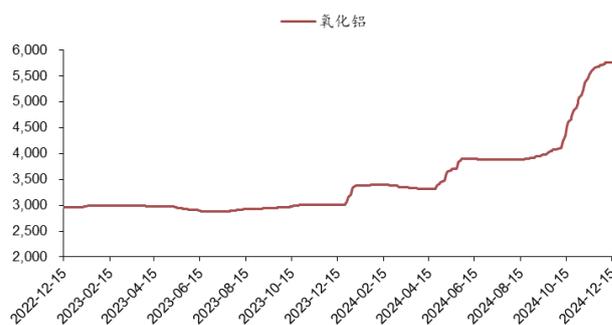
本周伦铝下跌 3.13%，沪铝下跌 2.28%；库存方面，伦铝库存下跌 1.91%、沪铝库存下跌 1.03%，现货库存下跌 5.90%；原料方面，本周氧化铝价格下跌 0.43%，阳极价格持平，铝企毛利为-919 元/吨，亏损扩大。

图表 20：铝价格走势（美元/吨-元/吨）



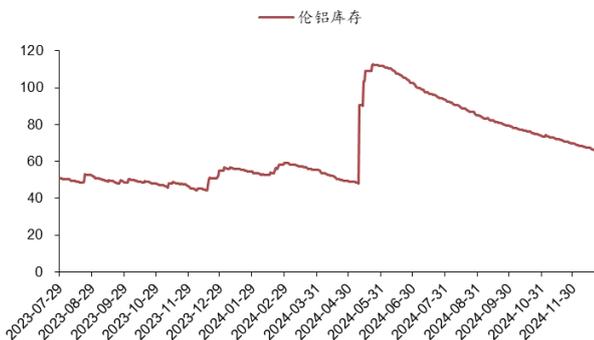
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 21：氧化铝价格走势（元/吨）



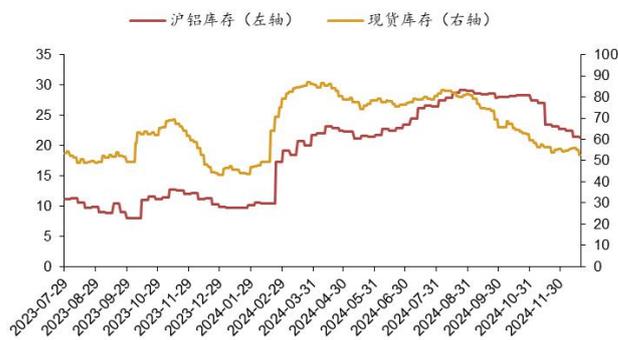
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 22：伦铝库存（万吨）



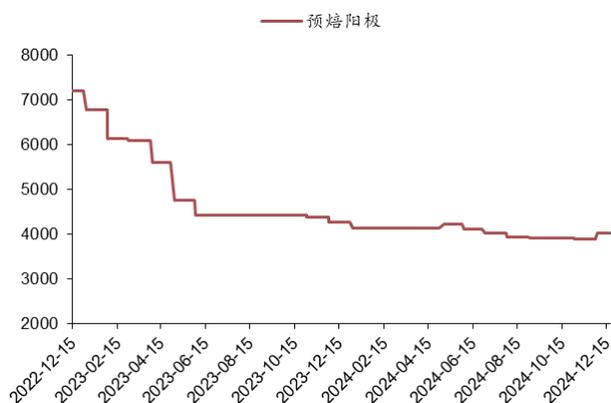
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 23：沪铝库存（万吨）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 24：预焙阳极价格走势（元/吨）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 25：电解铝行业毛利（元/吨）

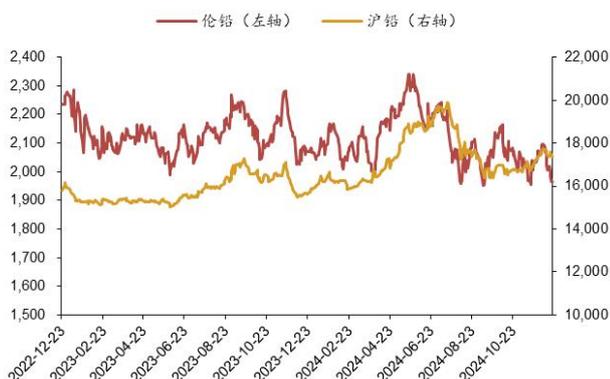


资料来源：wind，华源证券研究所

3.3. 铅锌

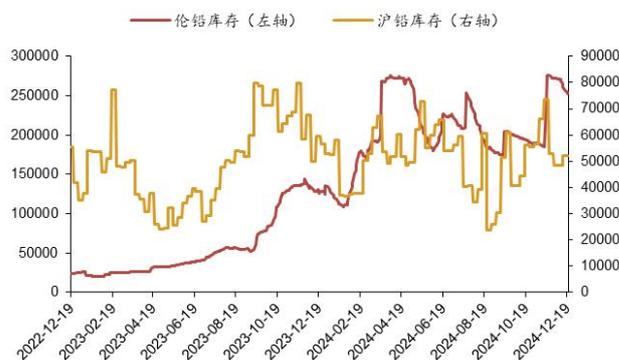
本周伦铅价格下跌 1.42%、沪铅下跌 0.46%；库存方面，伦铅库存下跌 3.18%，沪铅下跌 0.41%。本周伦锌价格下跌 4.50%，沪锌价格下跌 2.00%；库存方面，伦锌下跌 5.35%，沪锌下跌 20.78%；冶炼加工费持平至 1650 元/吨；矿企毛利下跌 2.79%至 11710 元/吨、冶炼毛利为-1260 元/吨，亏损扩大。

图表 26：铅价格走势（美元/吨-元/吨）



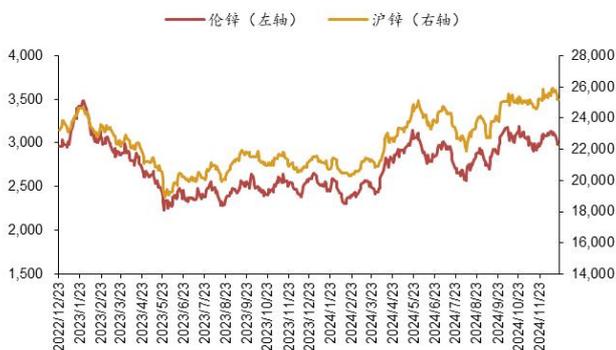
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 27：铅期货库存（吨）



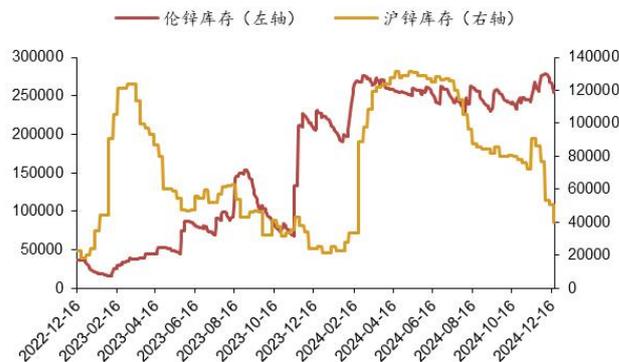
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 28：锌价格走势（美元/吨-元/吨）



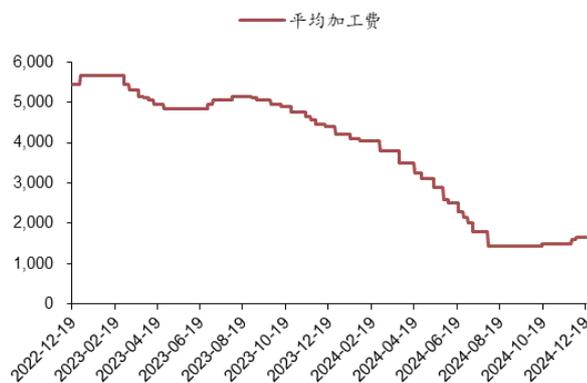
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 29：锌期货库存（吨）



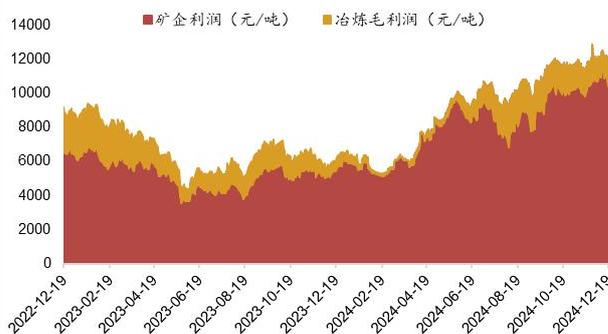
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 30：锌冶炼加工费（元/吨）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 31：锌矿企及冶炼毛利润（元/吨）

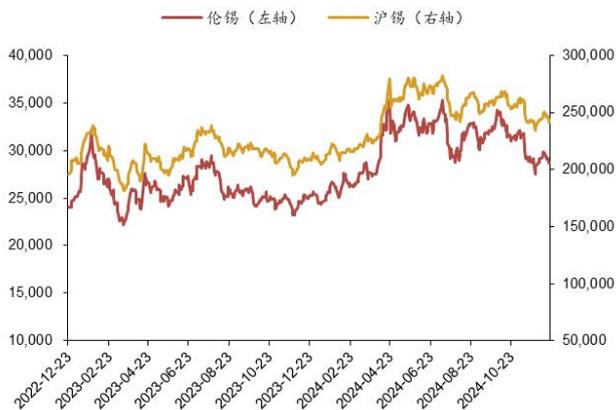


资料来源：wind，华源证券研究所

3.4. 锡镍

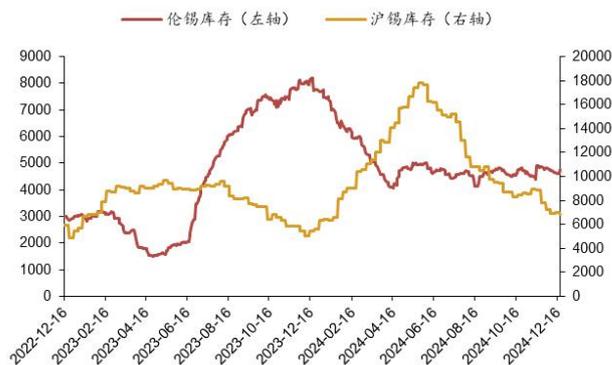
本周伦锡价格下跌 3.35%，沪锡价格下跌 3.09%；库存方面，伦锡库存上涨 2.15%，沪锡库存下跌 2.22%。本周伦镍价格下跌 5.45%，沪镍价格下跌 5.36%；伦镍库存下跌 1.87%，沪镍库存上涨 2.04%；镍铁价格下跌 0.00%；国内镍铁企业盈利为 6076 元/吨，盈利扩大，印尼镍铁企业盈利上涨 3.08%至 25021 元/吨。

图表 32：锡价格走势（美元/吨-元/吨）



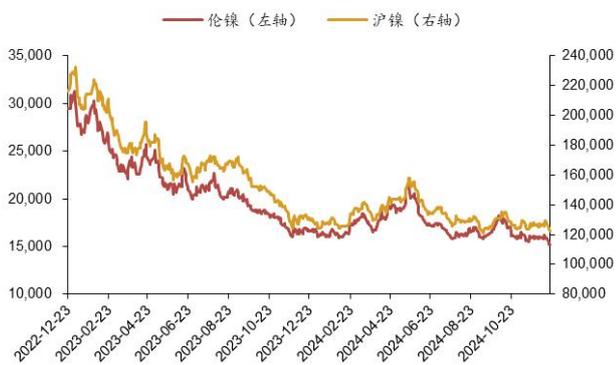
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 33：期货锡库存（吨）



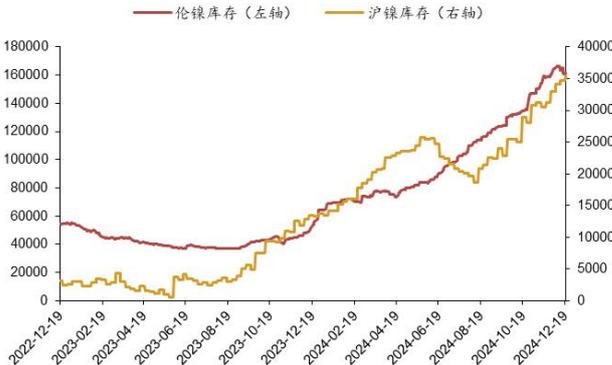
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 34：镍价格走势（美元/吨-元/吨）



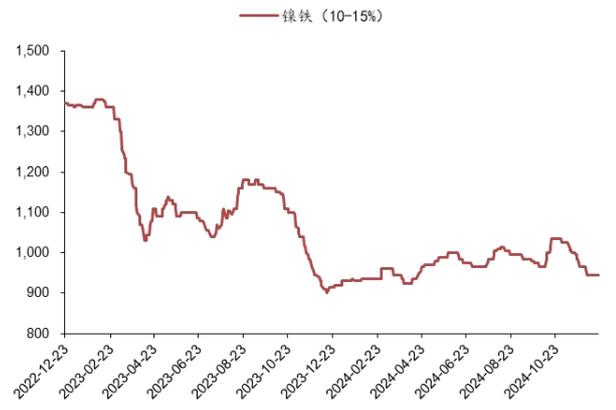
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 35：期货镍库存（吨）



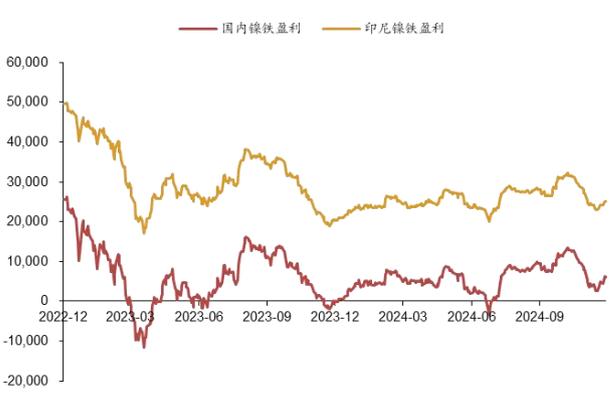
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 36：镍铁价格走势（元/镍点）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 37：印尼&中国镍铁企业毛利（元/吨）



资料来源：wind，华源证券研究所

4. 小金属

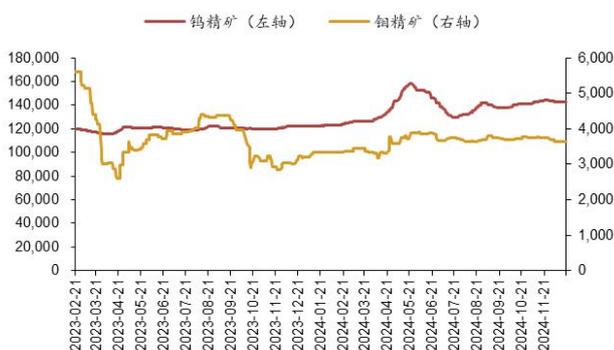
小金属价格跟踪：海绵钛上涨 2.30%，钢/硅锰/五氧化二钒下跌 0.80%/1.93%/2.00%。

图表 38：小金属价格变动

	单位	价格	本周变动	本月变动	年初至今
钨精矿	元/吨	142,500	0.00%	-0.70%	16.6%
钼精矿	元/吨度	3,630	0.00%	-1.89%	13.4%
钛精矿	元/吨	2,010	0.00%	-1.47%	-4.3%
钛白粉	元/吨	14,950	0.00%	0.00%	-5.7%
海绵钛	元/千克	45	2.30%	2.30%	-13.6%
镁锭	元/吨	17,860	0.00%	-1.22%	-19.1%
锑精矿	元/金属吨	121,440	0.00%	0.00%	75.9%
锆锭	元/千克	18,150	0.00%	-3.71%	82.4%
五氧化二钒	元/吨	73,500	-2.00%	-2.65%	-18.3%
氧化锆	元/吨	14,750	0.00%	0.00%	0.0%
海绵锆	元/千克	180	0.00%	0.00%	-3.7%
钢	元/千克	2,490	-0.80%	-2.73%	27.7%
镉	元/吨	35,230	0.00%	0.00%	13.5%
锰矿	元/吨度	41	0.00%	0.00%	17.1%
硅锰	元/吨	6,112	-1.93%	-3.72%	-4.3%

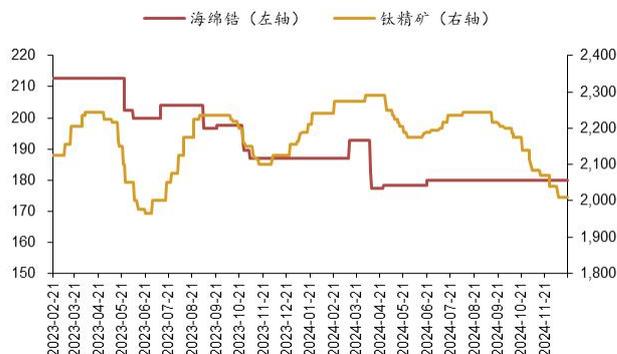
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 39：钨精矿及钼精矿价格走势（元/吨-元/吨度）



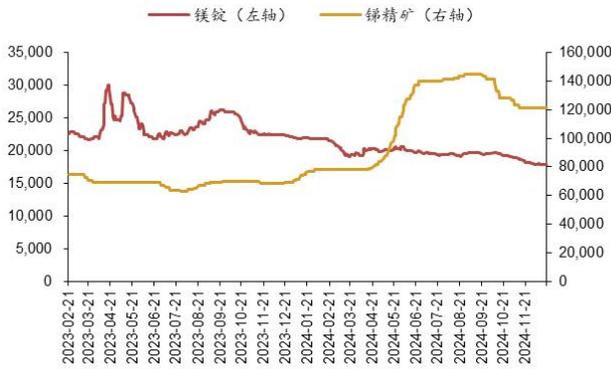
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 40：海绵锆及钛精矿价格走势（元/千克-元/吨）



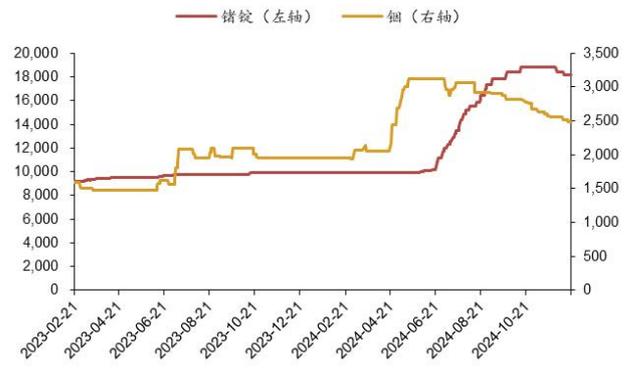
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 41: 镁锭及镉精矿价格走势 (元/吨-元/金属吨)



资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 42: 锗锭及铟锭价格走势 (元/千克)



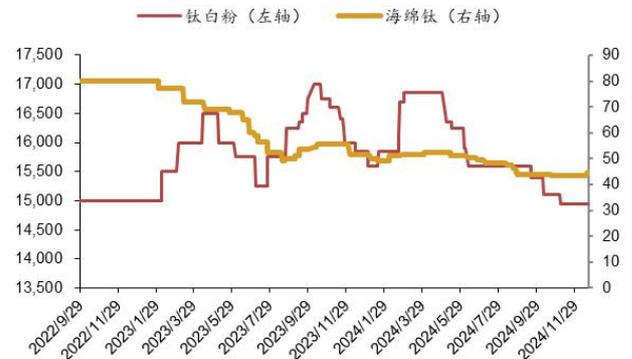
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 43: 五氧化二钒及氧氯化锆价格走势 (元/吨)



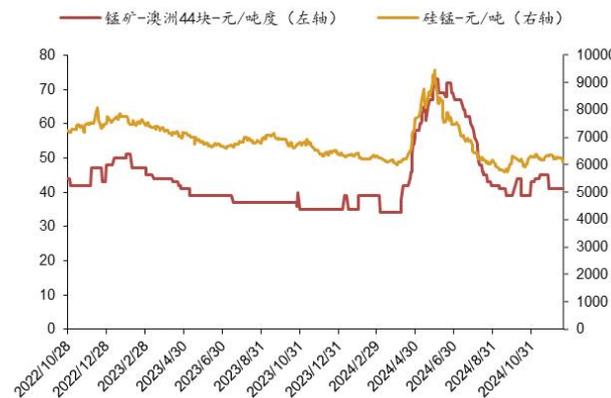
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 44: 钛白粉及海绵钛价格走势 (元/吨-元/千克)



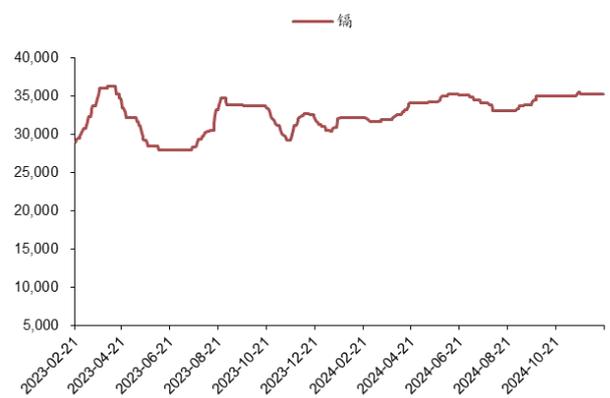
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 45: 锰矿和硅锰价格走势



资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 46: 镉价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 华源证券研究所

5. 风险提示

- 1) 下游复产不及预期风险；
- 2) 国内房地产需求不振风险；
- 3) 新能源汽车增速不及预期风险。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。