

2024年12月29日

需求淡季，铜铝价格震荡偏弱

——有色金属 大宗金属周报（2024/12/23/-2024/12/27）

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：圣诞节假期休市，金价走势平淡。**伦敦现货黄金下跌0.02%、上期所黄金上涨1.02%、沪金持仓量下跌1.78%，伦敦现货白银上涨2.95%、上期所白银上涨2.11%、沪银持仓量下跌10.17%，钌金下跌0.22%，铂金下跌0.54%。本周金价在假期交投清淡的影响下窄幅波动，本周重要事件和数据包括：1) 美国政府避免了关门危机：12月21日美国参议院投票通过了一项防止政府“停摆”的应急拨款法案。这一法案将继续为美国政府提供运转资金直至明年三月，从而避免联邦政府部分机构在21日零点之后陷入“停摆”。2) 美国上周初请失业金人数降至一个月来最低：周四数据显示，在截至12月21日的一周内，初请州政府失业金的人数减少1,000人，经季节性因素调整后为21.9万人，低于接受路透调查的经济学家此前预测的22.4万人。**短期看，随着美国进入降息周期，特朗普上台后的加关税政策驱动通胀预期交易或将主导金价走势。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：下游开工回落，国内库存开启累库，铜价震荡偏弱。**本周伦铜上涨0.59%，沪铜上涨0.37%；伦铜库存上涨0.15%，沪铜库存上涨4.67%。冶炼费6.7美元/吨；硫酸价格下跌2.04%，铜冶炼毛利为-1122元/吨，亏损扩大。基本面方面，本周铜下游开工回落，国内库存开始累库。本周电解铜杆开工率74.92%，环比回落5.70pct。本周沪铜库存7.42万吨，环增4.67%，伦铜库存27.27万吨，环增0.15%，smm社会库存10.54万吨，环增6.79%。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。氧化铝供应偏紧格局边际好转，价格或迎来拐点。**本周伦铝上涨0.77%，沪铝下跌0.73%；库存方面，伦铝库存下跌1.43%、沪铝库存下跌5.23%，现货库存下跌7.22%；原料方面，本周氧化铝价格下跌1.05%，阳极价格持平，铝企毛利为-953元/吨，亏损扩大。本周国内铝下游加工龙头企业开工率为61.1%，环跌1.2pct。北方气候寒冷电网施工暂缓，导致国内铝线缆板块开工率跌幅较大。**氧化铝方面：**供给端，国内氧化铝开工率继续维持高位，虽然有部分企业因冬季环保和检修等因素焙烧产能降低，但在高盈利刺激下，氧化铝厂提产积极性高，另有部分氧化铝厂运行产能小幅提升。需求端，下游电解铝厂亏损情况较为严重，南方部分铝厂出现少量检修以及减产，另有铝厂原计划完成技改进行复产，但因原料价格高昂复产进度停滞，需求小幅减少。整体来看，氧化铝供应偏紧格局较之前好转。但当前氧化铝买卖双方仍在博弈阶段，持货商挺价意愿仍存，下游以执行长单与逢低补库为主，对高价的接受度较低，短期内价格预计维持持稳小降的趋势。**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：钨精矿上涨0.35%，钼精矿/锑精矿/五氧化二钒/硅锰/钛白粉/锗锭下跌0.28%/0.39%/1.36%/1.90%/3.01%/3.86%。**本周小金属涨跌互现。**建议关注：铋-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 0.68%, 跑输上证指数 1.63pct	6
图表 2: 本周有色板块涨跌幅位居申万板块第 16 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 12 月里奇蒙德联储制造业指数高于预期。12 月 24 日，美国 12 月里奇蒙德联储制造业指数录得-10，预期-11，前值-14。

美国至 12 月 20 日当周 API 原油库存低于预期。12 月 25 日，美国至 12 月 20 日当周 API 原油库存录得-320.9 万桶，预期-200 万桶，前值-469.4 万桶。

美国至 12 月 21 日当周初请失业金人数低于预期。12 月 26 日，美国至 12 月 21 日当周初请失业金人数 21.9 万人，预期 22.4 万人，前值 22 万人。

全国财政工作会议 12 月 23 日至 24 日在北京召开。会议指出，2025 年要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，加大支出强度、加快支出进度。

重要公告：

1、中矿资源：拟投建 Kitumba 铜矿项目和 Tsumeb 冶炼厂多金属综合循环回收项目。12 月 27 日，公司公告称：**1）拟投建赞比亚中央省 Kitumba 铜矿项目**，采选工程项目设计规模为原矿 350 万吨/年，冶炼项目设计产能为阴极铜 6 万吨/年，项目计划总投资额 5.63 亿美元，整个项目基建期为 1.5 年，加上前期准备时间 0.5 年，**预计 2026 年底建成投产**。根据可行性研究报告，项目达产后，预计年均销售收入为 4.29 亿美元，项目年均利润总额 1.56 亿美元。项目税后财务内部收益率 25.21%，在 10%折现率水平下，净现值 5.03 亿美元，投资回收期为 5.10 年(含建设期)。**2）拟投建 20 万吨/年多金属综合循环回收项目**，项目计划总投资额 2.23 亿美元。本项目处理的主要原料为 Tsumeb 冶炼厂拥有的含锗、镓、锌等有色金属锗渣，锗渣的设计处理规模为 20 万吨/年（干基），主要产品为锗锭、工业镓、锌锭等，**设计产能为锗锭 33 吨/年、工业镓 11 吨/年、锌锭 1.09 万吨/年**。根据可行性研究报告，项目达产后，年营业收入 1.35 亿美元，年利润总额 5,354 万美元，项目投资财务内部收益率 21.76%，投资回收期 5.74 年（含建设期）。

1.2. 市场表现

板块表现:

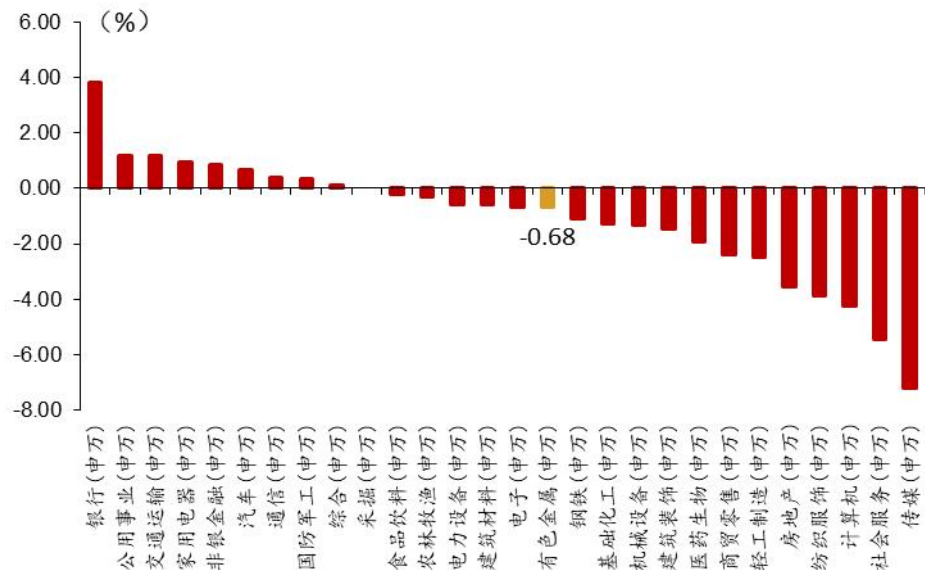
板块表现方面：本周上证指数上涨 0.95%，申万有色板块下跌 0.68%，跑输上证指数 1.63pct，位居申万板块第 16 名。个股方面，本周涨跌幅前五的股票是：东阳光、博威合金、ST 中润、盛屯矿业、西部矿业；涨跌幅后五的股票是：利源股份、吉翔股份、罗平锌电、合金投资、济南高新。

图表 1：申万有色板块下跌 0.68%，跑输上证指数 1.63pct

代码	指数	本周指数	周涨幅 (%)	月涨幅 (%)	年涨幅 (%)
000001.SH	上证指数	3,400.14	0.95	2.22	14.29
801050.SI	有色(申万)	4,424.79	-0.68	-3.23	5.74

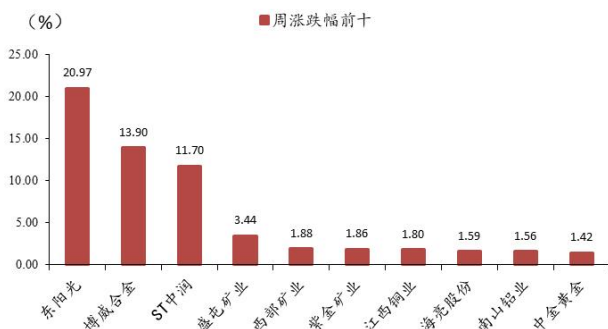
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 2：本周有色板块涨跌幅位居申万板块第 16 名



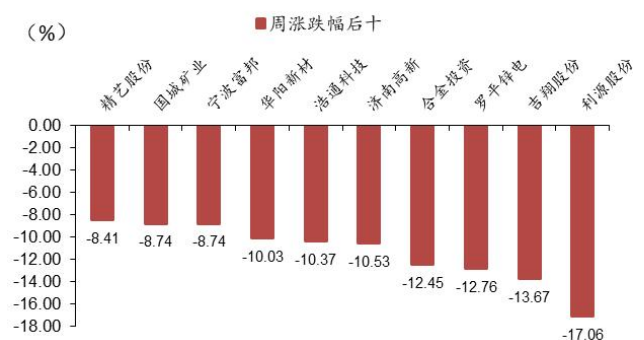
资料来源：wind，华源证券研究所

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 18.81 倍，本周变动-0.02 倍，同期万得全 A PE_TTM 为 18.85 倍，申万有色与万得全 A 比值为 100%。

PB_LF 估值：本周申万有色板块 PB_LF 为 2.04 倍，本周变动-0.01 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 127%。

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）	18.81	-0.02	-0.53	2.89	2.04	-0.01	-0.06	0.00
万得全 A	18.85	0.24	0.35	2.18	1.60	0.02	0.03	0.13
有色/万得全 A	100%	-0.26	-0.88	0.71	127%	-0.03	-0.09	-0.13

资料来源：wind，华源证券研究所

2. 贵金属

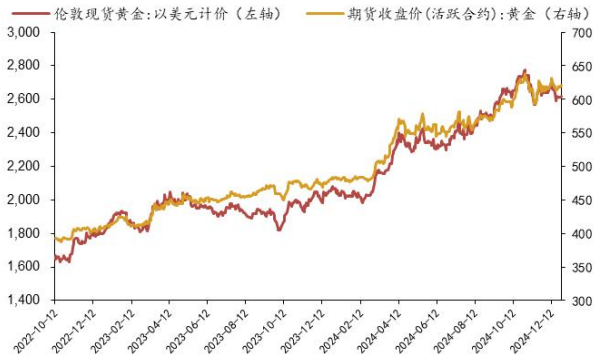
伦敦现货黄金下跌 0.02%、上期所黄金上涨 1.02%、沪金持仓量下跌 1.78%，伦敦现货白银上涨 2.95%、上期所白银上涨 2.11%、沪银持仓量下跌 10.17%，钯金下跌 0.22%，铂金下跌 0.54%。

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	2,615.95	-0.02%	-1.32%	26.84%
	上期所	元/克	620.22	1.02%	0.23%	28.76%
	沪金持仓量	万手	36.64	-1.78%	-2.84%	-8.5%
白银	伦敦现货	美元/盎司	29.65	2.95%	-3.44%	24.61%
	上期所	元/千克	7,601	2.11%	-1.25%	27.19%
	沪银持仓量	万手	69	-10.17%	-5.85%	-32.25%
钯	伦敦现货	美元/盎司	919	-0.22%	-6.51%	-19.10%
铂	伦敦现货	美元/盎司	925	-0.54%	-1.60%	-7.50%

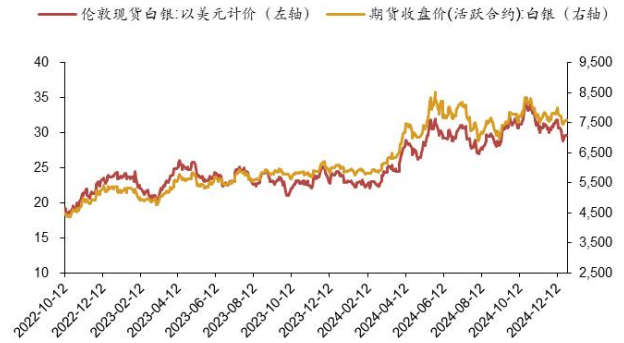
资料来源：wind，华源证券研究所

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）



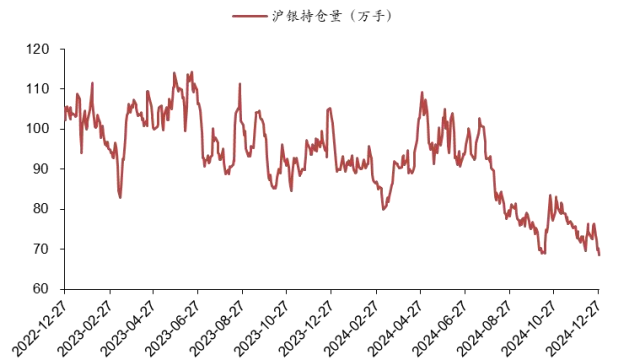
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 9：沪金持仓量（万手）



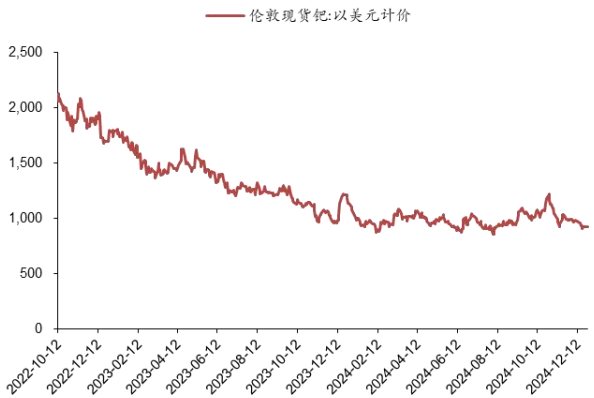
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 10：沪银持仓量（万手）



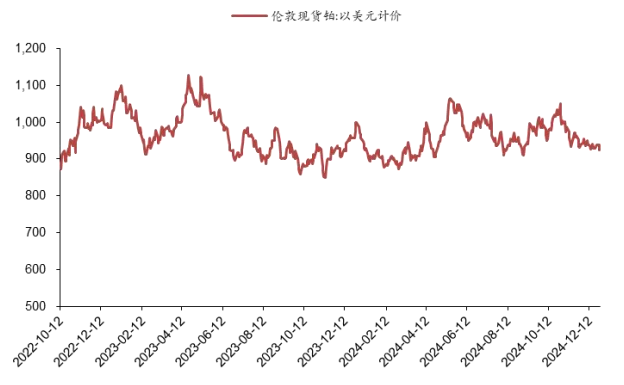
资料来源：wind，华源证券研究所

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

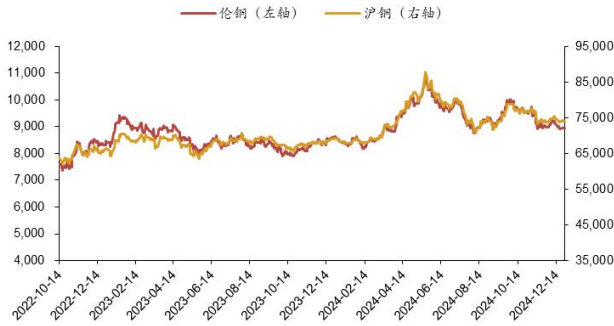
	品种	单位	价格/库存	本周变动	本月变动	年初至今
铜	伦铜价格	美元/吨	8958	0.59%	-0.36%	4.46%
	沪铜价格	元/吨	74090	0.37%	0.35%	7.50%
	伦铜库存	吨	272725	0.15%	0.64%	65.24%
	沪铜库存	吨	74172	4.67%	-31.81%	140.00%
	散单冶炼费	美元/吨	7	-19.47%	-41.23%	-89.23%
	副产硫酸均价	元/吨	401	-2.04%	0.42%	67.01%
	冶炼毛利	元/吨	-1122	9.14%	21.06%	-247.81%
铝	伦铝价格	美元/吨	2544	0.77%	-1.61%	6.85%
	沪铝价格	元/吨	19780	-0.73%	-2.73%	1.49%
	伦铝库存	万吨	65	-1.43%	-6.23%	18.87%
	沪铝库存	万吨	20	-5.23%	-11.68%	103.16%
	现货库存	万吨	49	-7.22%	-12.07%	12.70%
	氧化铝	元/吨	5665	-1.05%	-0.61%	79.56%
	预焙阳极	元/吨	4020	0.00%	3.34%	-6.07%
铝企毛利	元/吨	-953	3.72%	215.65%	-126.42%	
铅	伦铅价格	美元/吨	1963.5	-0.63%	-5.28%	-4.96%
	沪铅价格	元/吨	17060	-1.70%	-1.81%	7.57%
	伦铅库存	吨	247900	-1.81%	-8.81%	82.68%
	沪铅库存	吨	51821	-0.41%	6.66%	-2.01%
锌	伦锌价格	美元/吨	3016	1.48%	-2.33%	13.68%
	沪锌价格	元/吨	25325	0.58%	0.44%	17.74%
	伦锌库存	吨	244500	-3.79%	-11.69%	8.75%
	沪锌库存	吨	30236	-24.67%	-60.72%	42.52%
	锌冶炼加工费	元/吨	1850	12.12%	15.63%	-58.43%
	矿企毛利	元/吨	11846	1.16%	-0.69%	96.13%
	冶炼毛利	元/吨	-976	-22.54%	-23.03%	-291.37%
锡	伦锡价格	美元/吨	28950	1.22%	1.94%	13.75%
	沪锡价格	元/吨	244770	1.42%	3.35%	15.51%
	伦锡库存	吨	4810	1.05%	-0.10%	-37.41%
	沪锡库存	吨	6722	-1.64%	-7.14%	5.92%
镍	伦镍价格	美元/吨	15300	0.82%	-4.32%	-7.55%
	沪镍价格	元/吨	125990	2.95%	-0.93%	-1.70%
	伦镍库存	吨	162090	0.73%	1.97%	212.67%
	沪镍库存	吨	36124	4.15%	15.80%	170.43%
	镍铁（10-15%）	元/镍点	945	0.00%	-2.07%	2.72%
	国内镍铁企业盈利	元/吨	7057	16.15%	61.08%	1101.85%
	印尼镍铁企业盈利	元/吨	25604	2.33%	3.99%	21.95%

资料来源：wind，华源证券研究所

3.1. 铜

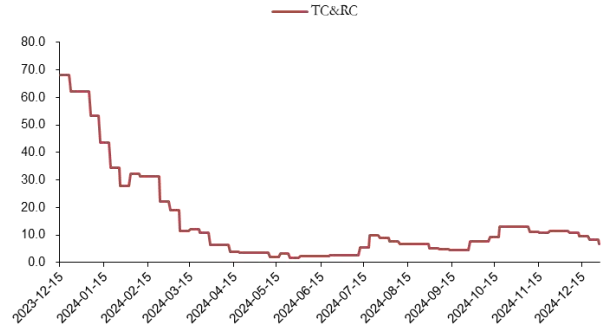
本周伦铜上涨 0.59%，沪铜上涨 0.37%；伦铜库存上涨 0.15%，沪铜库存上涨 4.67%。
冶炼费 6.7 美元/吨；硫酸价格下跌 2.04%，铜冶炼毛利为-1122 元/吨，亏损扩大。

图表 14：铜价格走势（美元/吨-元/吨）



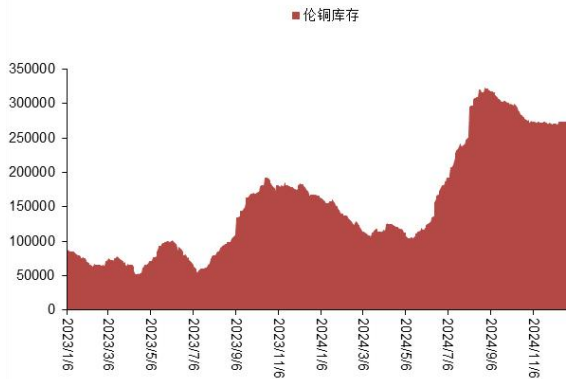
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 15：铜冶炼加工费（美元/吨）



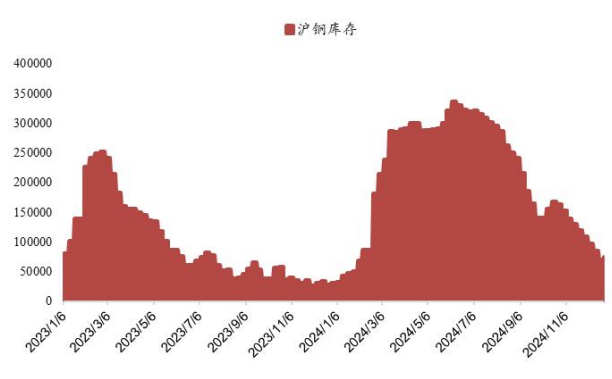
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 16：LME 铜库存（吨）



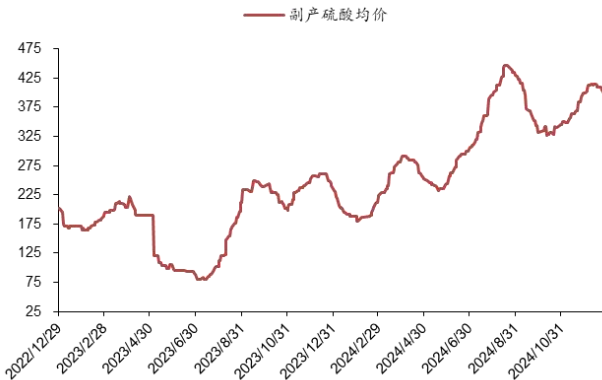
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 17：上期所库存（吨）



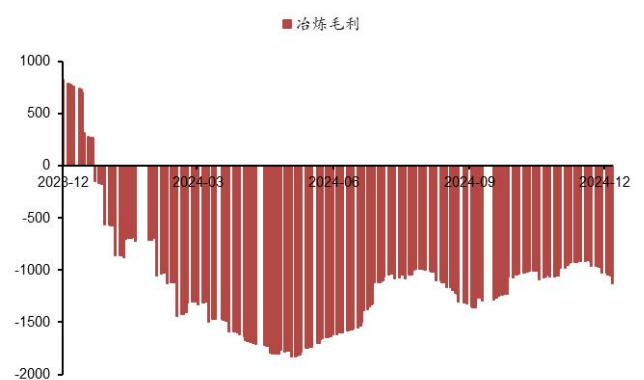
资料来源：wind，华源证券研究所

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）

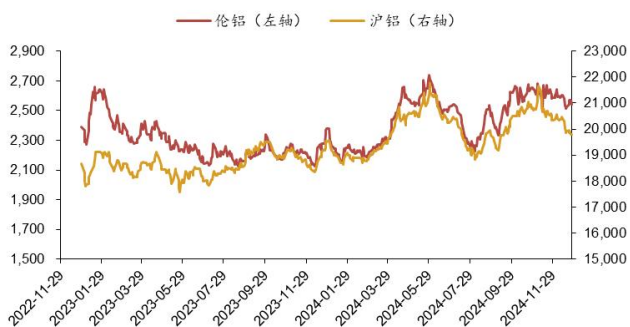


资料来源：wind，华源证券研究所

3.2. 铝

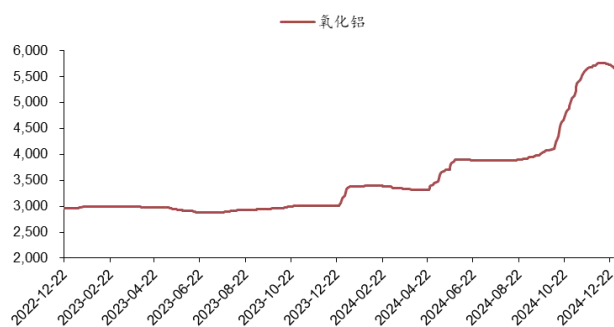
本周伦铝上涨 0.77%，沪铝下跌 0.73%；库存方面，伦铝库存下跌 1.43%、沪铝库存下跌 5.23%，现货库存下跌 7.22%；原料方面，本周氧化铝价格下跌 1.05%，阳极价格持平，铝企毛利为-953 元/吨，亏损扩大。

图表 20：铝价格走势（美元/吨-元/吨）



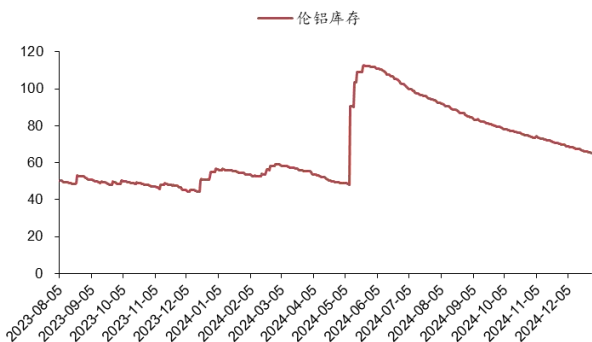
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 21：氧化铝价格走势（元/吨）



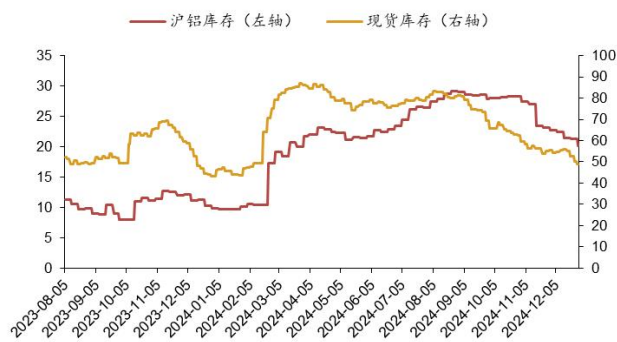
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 22：伦铝库存（万吨）



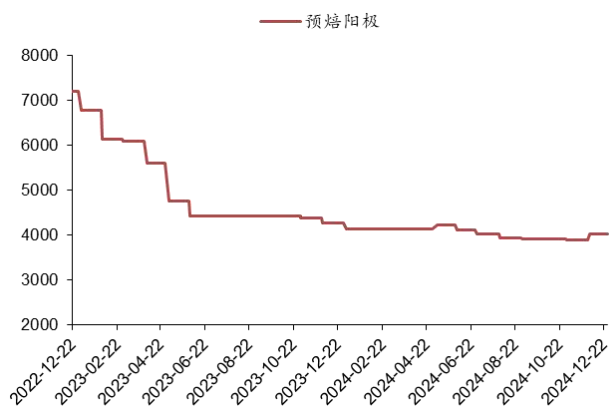
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 23：沪铝库存（万吨）



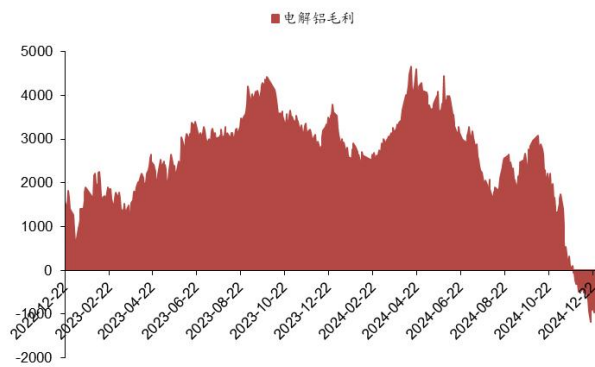
资料来源：wind，华源证券研究所

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）

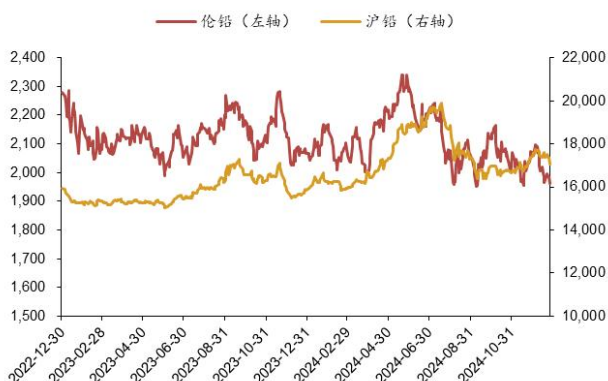


资料来源：wind，华源证券研究所

3.3. 铅锌

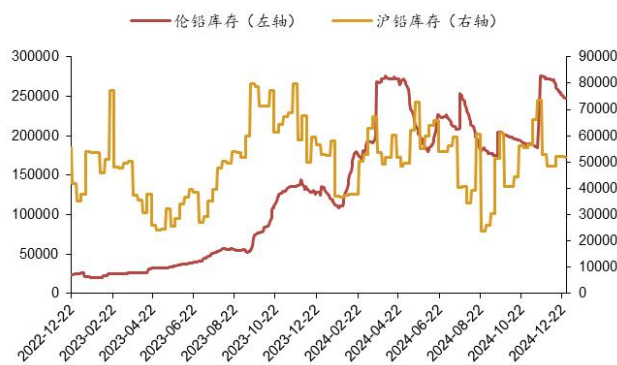
本周伦铅价格下跌 0.63%、沪铅下跌 1.70%；库存方面，伦铅库存下跌 1.81%，沪铅下跌 0.41%。本周伦锌价格上涨 1.48%，沪锌价格上涨 0.58%；库存方面，伦锌下跌 3.79%，沪锌下跌 24.67%；冶炼加工费上涨 12.12%至 1850 元/吨；矿企毛利上涨 1.16%至 11846 元/吨、冶炼毛利为-976 元/吨，亏损收窄。

图表 26：铅价格走势（美元/吨-元/吨）



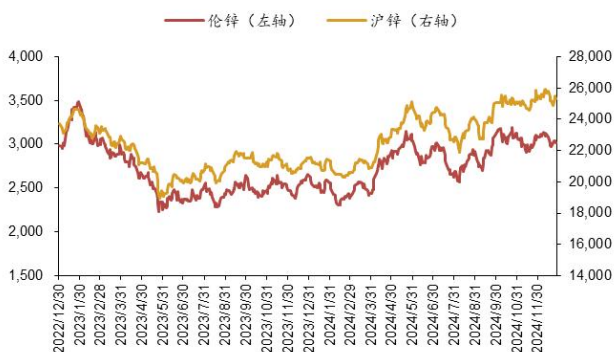
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 27：铅期货库存（吨）



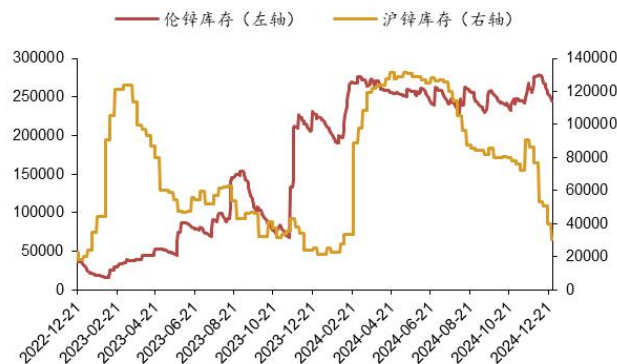
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 28：锌价格走势（美元/吨-元/吨）



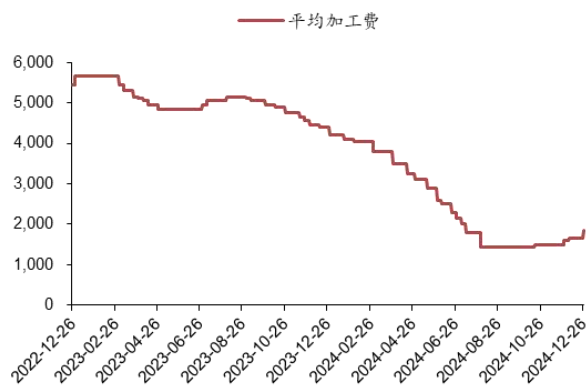
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 29：锌期货库存（吨）



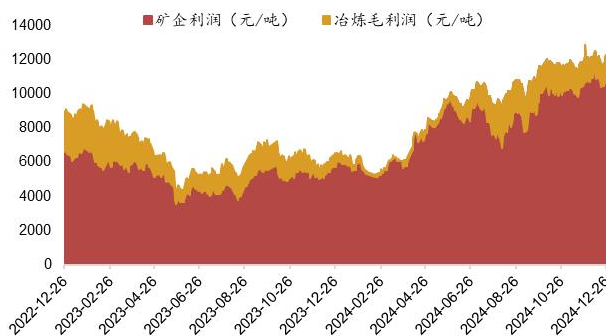
资料来源：wind，华源证券研究所

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）

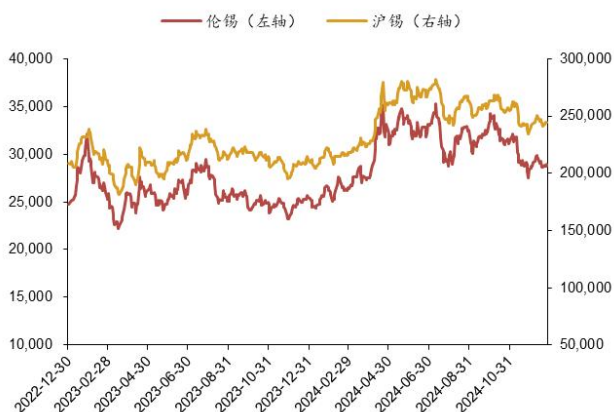


资料来源：wind，华源证券研究所

3.4. 锡镍

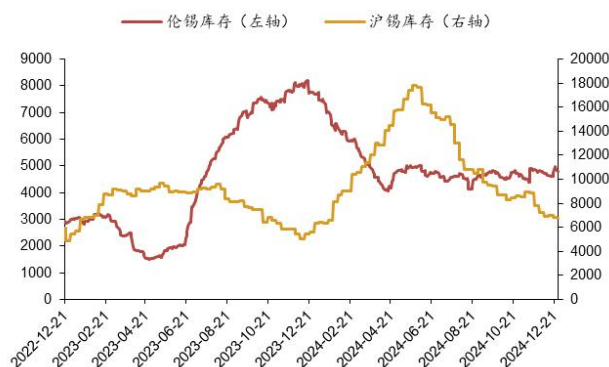
本周伦锡价格上涨 1.22%，沪锡价格上涨 1.42%；库存方面，伦锡库存上涨 1.05%，沪锡库存下跌 1.64%。本周伦镍价格上涨 0.82%，沪镍价格上涨 2.95%；伦镍库存上涨 0.73%，沪镍库存上涨 4.15%；镍铁价格下跌 0.00%；国内镍铁企业盈利为 7057 元/吨，盈利扩大，印尼镍铁企业盈利上涨 2.33%至 25604 元/吨。

图表 32：锡价格走势（美元/吨-元/吨）



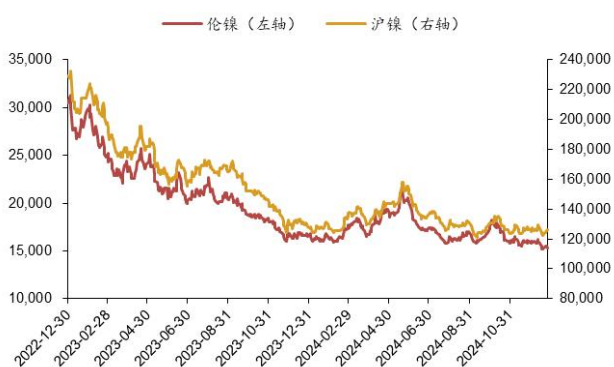
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 33：期货锡库存（吨）



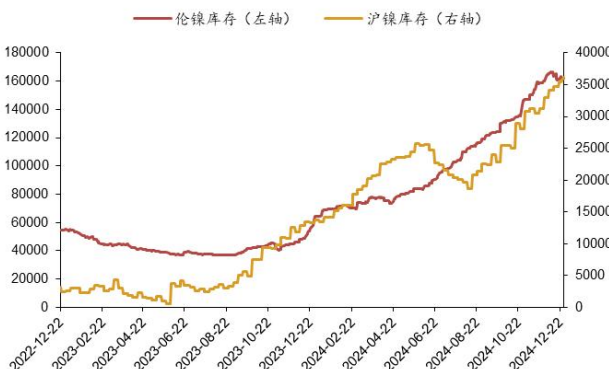
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 34：镍价格走势（美元/吨-元/吨）



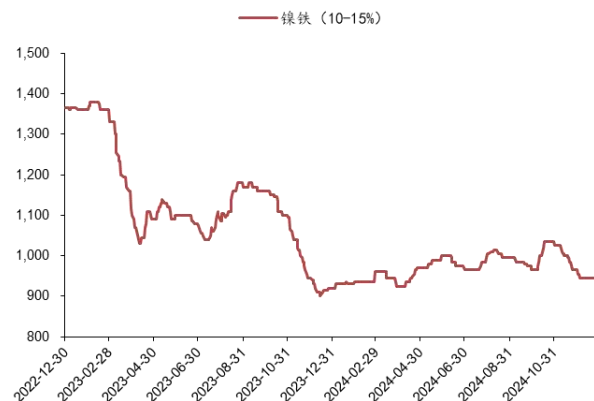
资料来源：wind，华源证券研究所

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

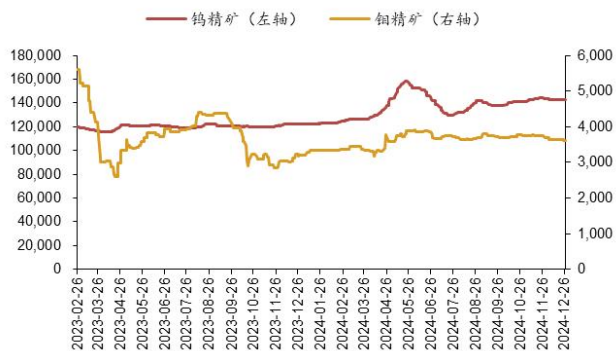
小金属价格跟踪：钨精矿上涨 0.35%，钼精矿/锑精矿/五氧化二钒/硅锰/钛白粉/锆锭下跌 0.28%/0.39%/1.36%/1.90%/3.01%/3.86%。

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	143,000	0.35%	-0.35%	17.0%
钼精矿	元/吨度	3,620	-0.28%	-2.16%	13.1%
钛精矿	元/吨	2,010	0.00%	-1.47%	-4.3%
钛白粉	元/吨	14,500	-3.01%	-3.01%	-8.5%
海绵钛	元/千克	45	0.00%	2.30%	-13.6%
锆锭	元/吨	17,860	0.00%	-1.22%	-19.1%
锑精矿	元/金属吨	120,970	-0.39%	-0.39%	75.2%
锆锭	元/千克	17,450	-3.86%	-7.43%	75.4%
五氧化二钒	元/吨	72,500	-1.36%	-3.97%	-19.4%
氧氯化锆	元/吨	14,750	0.00%	0.00%	0.0%
海绵锆	元/千克	180	0.00%	0.00%	-3.7%
铟	元/千克	2,490	0.00%	-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	5,996	-1.90%	-5.55%	-6.1%

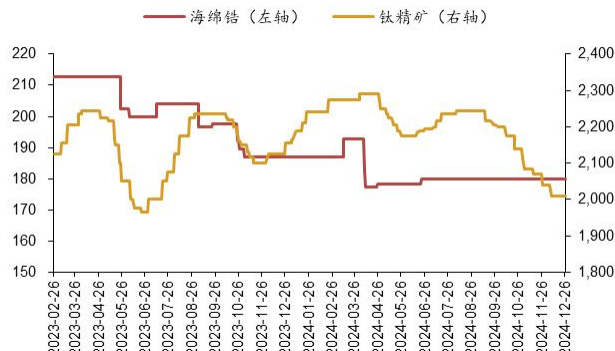
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 39：钨精矿及钼精矿价格走势（元/吨-元/吨度）



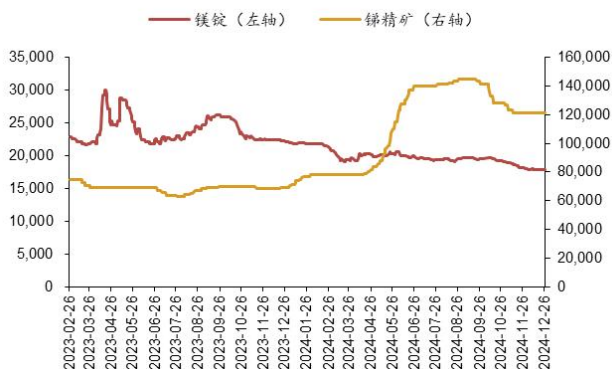
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 40：海绵锆及钛精矿价格走势（元/千克-元/吨）



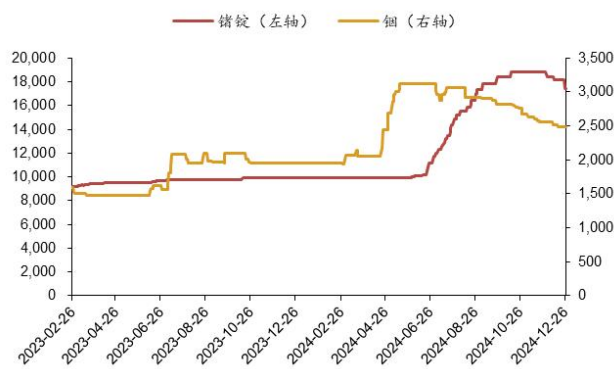
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 41: 镁锭及锑精矿价格走势 (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)



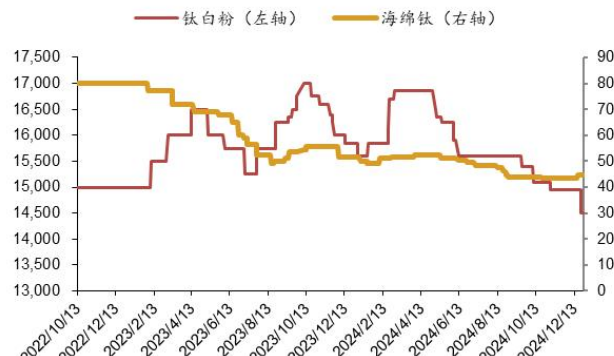
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 43: 五氧化二钒及氧氯化锆价格走势 (元/吨)



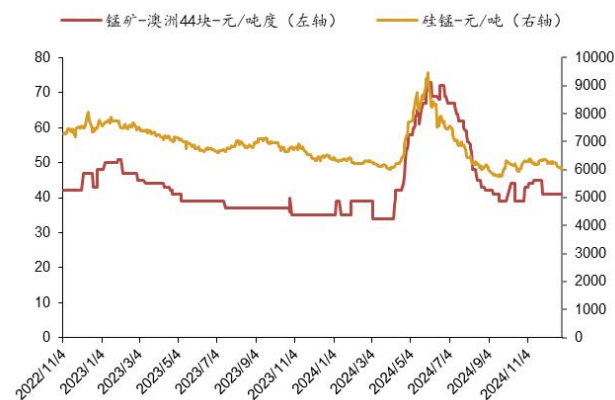
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 44: 钛白粉及海绵钛价格走势 (元/吨-元/千克)



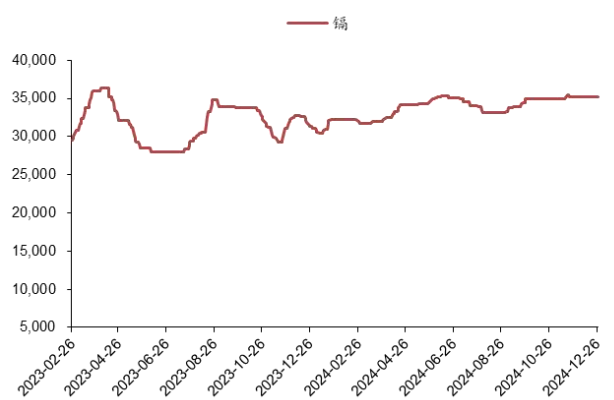
资料来源: wind, 华源证券研究所

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（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。