

2025年01月19日

电解铝盈利逐步修复并走阔，持续推荐电解铝板块

——有色金属 工业和能源金属周报（2025/1/13/-2025/1/17）

投资评级：看好（维持）

投资要点：

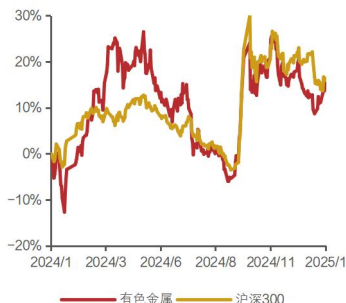
证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
郑嘉伟
SAC: S1350523120001
zhengjiawei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com

联系人

陈轩
chenxuan01@huayuanstock.com

板块表现：



- **铜：美国 12 月核心 CPI 走弱，美联储降息预期抬升，铜价延续反弹。**本周铜价延续反弹，由周初 7.5 万元/吨涨至 7.65 万元/吨，主要受美国宏观驱动。宏观方面，美国 12 月核心 CPI 为 3.2%，环比走弱低于预期，市场对美联储全年降息预期抬升，结合前期通胀预期交易，铜价延续反弹。需求方面，临近年末，下游消费疲软。本周电解铜杆开工率 70.46%，环比回落 5.90pct，国内周度库存累积。当前仍处于铜消费淡季，基本面较为疲弱，短期铜价波动主要由宏观因素驱动，下周重点关注特朗普上任的催化。铜权益板块配置方面，铜板块最好配置时点是基本面与宏观的共振，目前或需等待二季度的需求好转。**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：氧化铝价格加速下跌，电解铝价格上涨，电解铝盈利逐步修复并走阔，持续推荐电解铝板块。**1) **氧化铝：供给端逐步宽松，价格加速下跌。**供给端，在氧化铝高盈利刺激下，国内氧化铝开工维持高位，提产积极性高，同时今年 1 月开始氧化铝新建产能开始陆续投放，后续氧化铝供给或将逐步转为宽松。矿端方面，铝土矿价格也迎来拐点，受氧化铝价格大幅下跌影响，河南铝土矿价格下调。在供给端逐步宽松背景下，氧化铝价格迎来加速下行。2) **电解铝：氧化铝价格加速下跌，受宏观提振及去库驱动铝价上涨，电解铝盈利逐步修复并走阔。**在供给逐步宽松背景下，氧化铝价格开始加速下跌，在宏观通胀、降息预期及去库驱动下，铝价延续反弹，电解铝盈利开始逐步修复。展望今年供需看，今年或将迎来电解铝短缺格局，铝价具备上涨空间，从而驱动电解铝盈利大幅走阔，因此我们建议关注电解铝板块，其中氧化铝自给率低的标的更受益。**建议关注：电投能源、云铝股份、天山铝业、神火股份、中国铝业、中孚实业、焦作万方及索通发展（阳极涨价）。**
- **锂：供给收缩，锂价反弹。**本周碳酸锂价格上涨 2.84% 至 7.79 万元/吨。碳酸锂当前处于供需双弱的格局。供给端，受季节性影响，盐湖提锂产量下滑，同时春节前冶炼厂检修情况增加，周度产量收缩。本周碳酸锂产量 1.43 万吨，环比降低 4.3%。需求端，1-2 月横跨春节假期，排产季节性回落，下游节前备货动能减弱，但仍好于往年。后续重点跟踪 3、4 月下游排产情况，验证需求持续性，若需求边际走弱，锂价或二次探底。展望全年看，供给端，高成本锂供给持续出清，供应增速边际走弱；需求端，以旧换新政策下，电车需求或超预期，碳酸锂全年过剩幅度有望收窄，预计锂价维持 7-9 万震荡为主。**我们建议关注具备第二增长曲线的低估值标的和仍具备锂自给率提升和降本空间标的：雅化集团（锂+民爆）、中矿资源（锂+小金属+铜）、永兴材料、赣锋锂业。**
- **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. 工业金属	7
2.1. 铜	8
2.2. 铝	9
2.3. 铅锌	10
2.4. 锡镍	11
3. 能源金属	12
3.1. 锂	13
3.2. 钴	14
4. 风险提示	15

图表目录

图表 1: 申万有色板块上涨 4.47%, 跑赢上证指数 2.15pct	6
图表 2: 本周有色板块涨跌幅位居申万板块第 9 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: 工业金属价格、库存及盈利变动	7
图表 7: 铜价格走势 (美元/吨-元/吨)	8
图表 8: 铜冶炼加工费 (美元/吨)	8
图表 9: LME 铜库存 (吨)	8
图表 10: 上期所库存 (吨)	8
图表 11: 副产硫酸价格走势 (元/吨)	9
图表 12: 铜冶炼毛利 (元/吨)	9
图表 13: 铝价格走势 (美元/吨-元/吨)	9
图表 14: 氧化铝价格走势 (元/吨)	9
图表 15: 伦铝库存 (万吨)	9
图表 16: 沪铝库存 (万吨)	9
图表 17: 预焙阳极价格走势 (元/吨)	10
图表 18: 电解铝行业毛利 (元/吨)	10
图表 19: 铅价格走势 (美元/吨-元/吨)	10
图表 20: 铅期货库存 (吨)	10
图表 21: 锌价格走势 (美元/吨-元/吨)	10
图表 22: 锌期货库存 (吨)	10
图表 23: 锌冶炼加工费 (元/吨)	11
图表 24: 锌矿企及冶炼毛利润 (元/吨)	11
图表 25: 锡价格走势 (美元/吨-元/吨)	11
图表 26: 期货锡库存 (吨)	11
图表 27: 镍价格走势 (美元/吨-元/吨)	11
图表 28: 期货镍库存 (吨)	11

图表 29: 镍铁价格走势 (元/镍点)	12
图表 30: 印尼&中国镍铁企业毛利 (元/吨)	12
图表 31: 能源金属价格走势及盈利&价差变化 (数据截至 2025 年 1 月 17 日)	12
图表 32: 锂辉石价格走势(美元/吨).....	13
图表 33: 锂云母价格走势(元/吨).....	13
图表 34: 碳酸锂价格走势(元/吨).....	13
图表 35: 氢氧化锂价格走势(元/吨).....	13
图表 36: 以锂辉石为原料的冶炼毛利走势(元/吨).....	14
图表 37: 以锂云母为原料的冶炼毛利走势(元/吨).....	14
图表 38: MB 钴价格走势 (美元/磅)	14
图表 39: 金属钴价格走势 (万元/吨)	14
图表 40: 硫酸钴价格走势 (万元/吨)	15
图表 41: 四氧化三钴价格走势 (万元/吨)	15
图表 42: 国内钴冶炼厂毛利 (万元/吨)	15
图表 43: 拥有刚果金原料的钴企毛利 (万元/吨)	15

1. 行业综述

1.1. 重要信息

国内外宏观：

美国 12 月核心 CPI 低于预期。1 月 15 日，美国 12 月未季调 CPI 年率 2.9%，预期 2.9%，前值 2.7%。12 月未季调核心 CPI 年率 3.2%，预期 3.3%，前值 3.3%。

美国至 1 月 11 日当周初请失业金人数略超预期。1 月 16 日，美国至 1 月 11 日当周初请失业金人数 21.7 万人，预期 21 万人，前值 20.3 万人。

美国 12 月零售销售月率低于预期。1 月 16 日，美国 12 月零售销售月率 0.4%，预期 0.6%，前值 0.8%。

重要公告：

1、紫金矿业：收购藏格矿业公司控制权。1 月 16 日，公司全资子公司紫金国际控股与藏格创投、四川永鸿、林吉芳、新沙鸿运签署《关于藏格矿业股份有限公司的控制权转让协议》，紫金国际控股拟以 35 元/股的对价收购藏格矿业 3.92 亿股股份，对应股权比例为 24.82%，交易金额共计 137.29 亿元，本次交易完成后，公司整体持股比例将达 25%，紫金国际控股将取得藏格矿业控制权，并实现对其财务并表。

2、永兴材料：公司发布 2024 年度业绩预告。1 月 17 日，公司发布 2024 年度业绩预告，预计 2024 年实现归母净利润 10.3-12.3 亿元，同比下降 63.9%-69.77%，实现扣非净利润 8.8-10.8 亿元，同比下降 66.66%-72.83%。单 Q4 看，预计实现归母净利润 0.59-2.59 亿，环比下降 70.8%-增长 28.0%，预计实现扣非净利润 1.06-3.06 亿，环比下降 37.16%-增长 80.88%。

3、雅化集团：计划发布 2025 年员工持股计划。1 月 16 日，公司发布 2025 年员工持股计划（草案），员工持股计划标的股票规模不超过 1000 万股，占总股本 0.87%，受让价格 6.44 元，分两期解锁，公司层面解锁条件为，2025 年和 2026 年归母净利润不低于 2024 年的 3 倍和 4 倍，锂盐销量不低于 24 年销量 1.5 倍和 2 倍，其中归母净利润和锂盐销量的考核权重均占 50%。

1.2. 市场表现

有色板块整体表现：

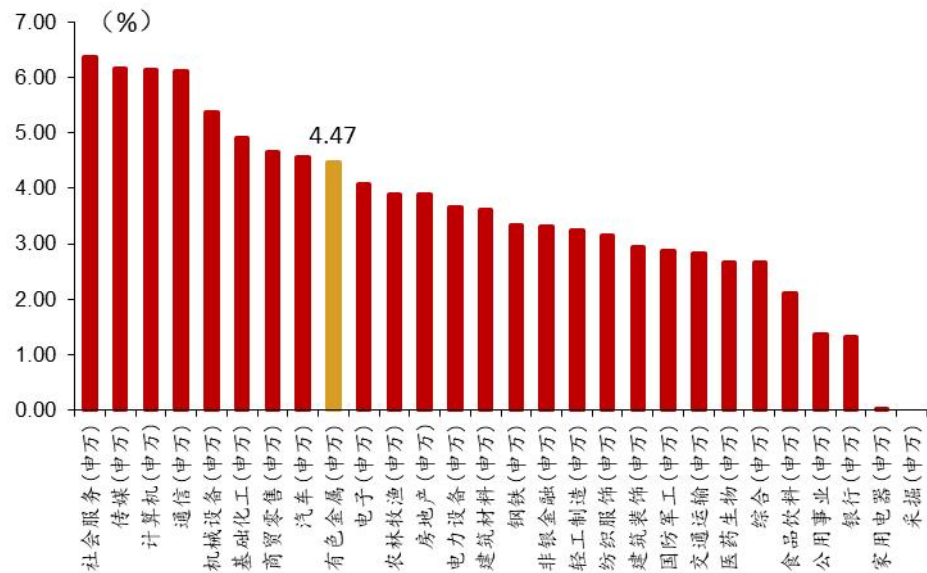
板块表现方面：本周上证指数上涨 2.31%，申万有色板块上涨 4.47%，跑赢上证指数 2.15pct，位居申万板块第 9 名。个股方面，本周涨跌幅前五的股票是：闽发铝业、鹏欣资源、国城矿业、合金投资、丰华股份；涨跌幅后五的股票是：东阳光、四川黄金、银泰黄金、西部材料、ST 鼎龙。

图表 1：申万有色板块上涨 4.47%，跑赢上证指数 2.15pct

代码	指数	本周指数	周涨幅 (%)	月涨幅 (%)	年涨幅 (%)
000001.SH	上证指数	3,241.82	2.31	-3.28	-3.28
801050.SI	有色(申万)	4,572.87	4.47	5.90	5.90

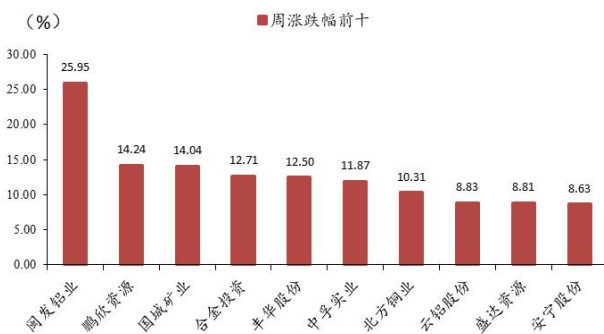
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 2：本周有色板块涨跌幅位居申万板块第 9 名



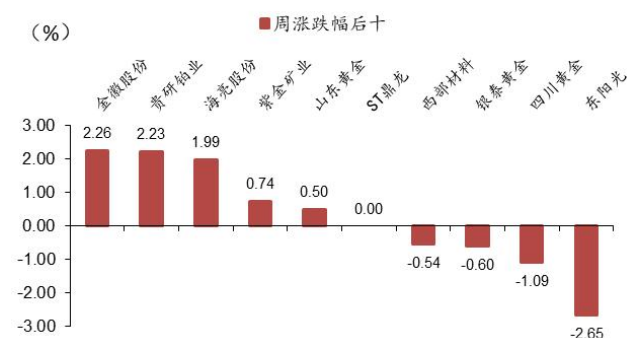
资料来源：wind，华源证券研究所

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 19.56 倍，本周变动 0.50 倍，同期万得全 A PE_TTM 为 18.00 倍，申万有色与万得全 A 比值为 109%。

PB_LF 估值：本周申万有色板块 PB_LF 为 2.12 倍，本周变动 0.05 倍，同期万得全 A PB_LF 为 1.53 倍，申万有色与万得全 A 比值为 138%。

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）	19.56	0.50	1.20	1.20	2.12	0.05	0.13	0.13
万得全 A	18.00	0.54	-0.53	-0.53	1.53	0.04	-0.04	-0.04
有色/万得全 A	109%	-0.04	1.73	1.73	138%	0.00	0.17	0.17

资料来源：wind，华源证券研究所

2. 工业金属

图表 6：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	9243	1.64%	4.78%	4.78%
	沪铜价格	元/吨	76540	1.69%	3.75%	3.75%
	伦铜库存	吨	260075	-1.65%	-4.17%	-4.17%
	沪铜库存	吨	88796	12.86%	19.72%	19.72%
	散单冶炼费	美元/吨	3	-26.41%	-49.25%	-49.25%
	副产硫酸均价	元/吨	393	0.00%	-1.67%	-1.67%
	冶炼毛利	元/吨	-1288	4.20%	14.24%	14.24%
铝	伦铝价格	美元/吨	2666	3.51%	4.94%	4.94%
	沪铝价格	元/吨	20440	1.92%	3.28%	3.28%
	伦铝库存	万吨	61	-2.01%	-4.66%	-4.66%
	沪铝库存	万吨	18	-2.03%	-11.29%	-11.29%
	现货库存	万吨	44	-4.16%	-10.25%	-10.25%
	氧化铝	元/吨	4560	-11.97%	-19.01%	-19.01%
	预焙阳极	元/吨	4280	0.00%	6.47%	6.47%
	铝企毛利	元/吨	1738	685.00%	-319.36%	-319.36%
铅	伦铅价格	美元/吨	1966	-0.05%	0.51%	0.51%
	沪铅价格	元/吨	16695	1.43%	-0.42%	-0.42%
	伦铅库存	吨	234375	3.83%	-3.84%	-3.84%
	沪铅库存	吨	43503	-3.01%	-16.05%	-16.05%
锌	伦锌价格	美元/吨	2922	0.97%	-2.40%	-2.40%
	沪锌价格	元/吨	23910	-0.97%	-5.53%	-5.53%
	伦锌库存	吨	201350	-5.94%	-14.28%	-14.28%
	沪锌库存	吨	21040	-1.38%	-30.41%	-30.41%
	锌冶炼加工费	元/吨	2150	0.00%	16.22%	16.22%

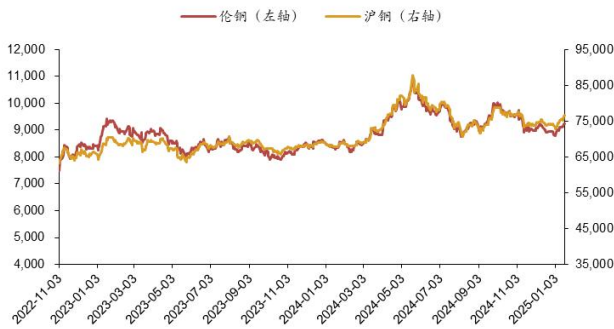
	矿企毛利	元/吨	10234	-2.59%	-13.37%	-13.37%
	冶炼毛利	元/吨	-1004	7.26%	2.03%	2.03%
锡	伦锡价格	美元/吨	29475	-1.91%	1.29%	1.29%
	沪锡价格	元/吨	248250	-1.33%	0.93%	0.93%
	伦锡库存	吨	4650	-2.21%	-3.13%	-3.13%
	沪锡库存	吨	6426	1.15%	-4.40%	-4.40%
	伦镍价格	美元/吨	15975	2.47%	4.41%	4.41%
镍	沪镍价格	元/吨	128020	2.15%	2.77%	2.77%
	伦镍库存	吨	169494	2.78%	5.58%	4.80%
	沪镍库存	吨	35327	5.22%	-2.21%	-2.21%
	镍铁（10-15%）	元/镍点	945	0.00%	0.00%	0.00%
	国内镍铁企业盈利	元/吨	6434	-7.22%	-4.69%	-4.69%
	印尼镍铁企业盈利	元/吨	25234	-1.17%	-0.74%	-0.74%

资料来源：wind，华源证券研究所

2.1. 铜

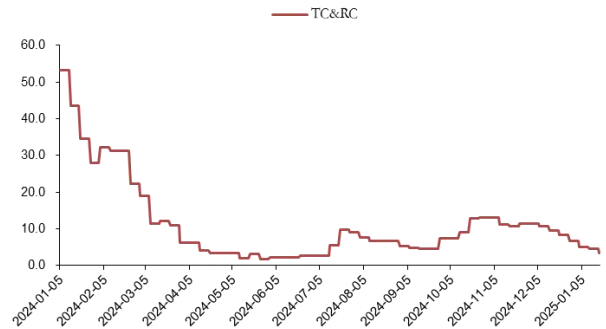
本周伦铜上涨 1.64%，沪铜上涨 1.69%；伦铜库存下跌 1.65%，沪铜库存上涨 12.86%。冶炼费 3.4 美元/吨；硫酸价格持平，铜冶炼毛利为-1288 元/吨，亏损扩大。

图表 7：铜价格走势（美元/吨-元/吨）



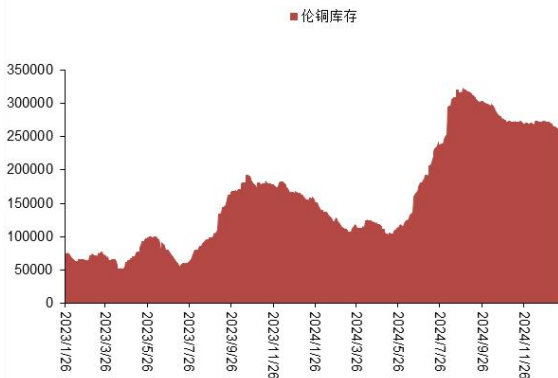
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 8：铜冶炼加工费（美元/吨）



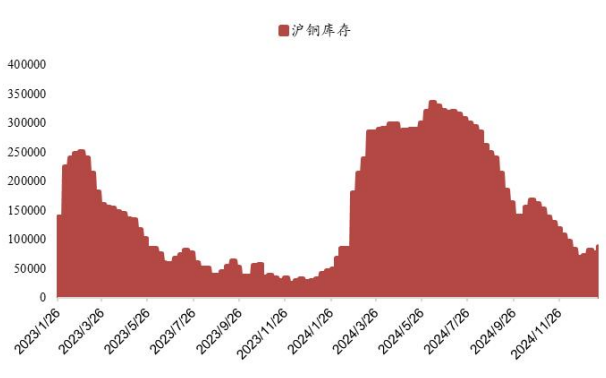
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 9：LME 铜库存（吨）



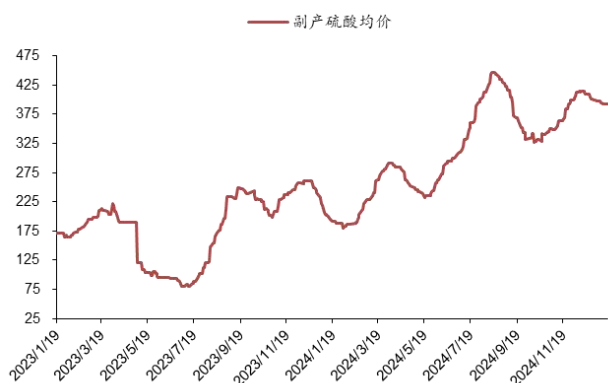
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 10：上期所库存（吨）



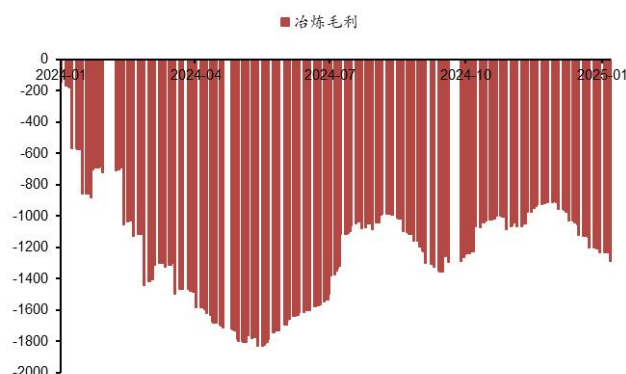
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 11: 副产硫酸价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 12: 铜冶炼毛利 (元/吨)

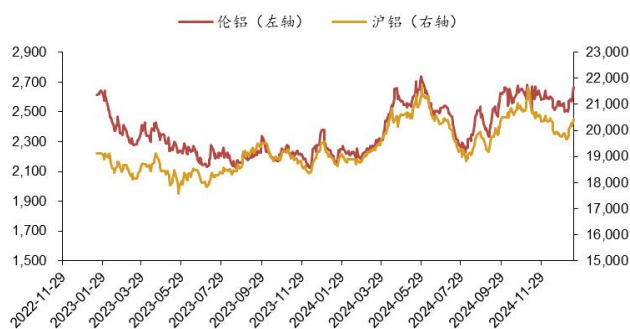


资料来源: wind, 华源证券研究所

2.2. 铝

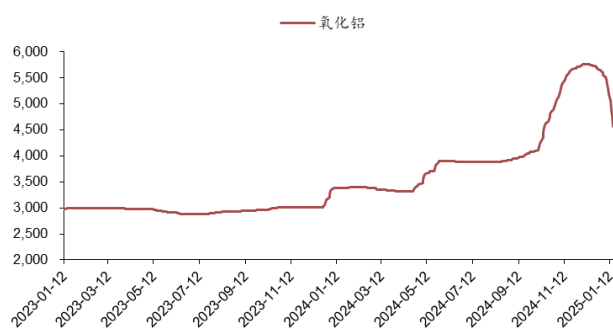
本周伦铝上涨 3.51%，沪铝上涨 1.92%；库存方面，伦铝库存下跌 2.01%、沪铝库存下跌 2.03%，现货库存下跌 4.16%；原料方面，本周氧化铝价格下跌 11.97%，阳极价格持平，铝企毛利上涨 685.00%至 1738 元/吨，盈利大幅修复。

图表 13: 铝价格走势 (美元/吨-元/吨)



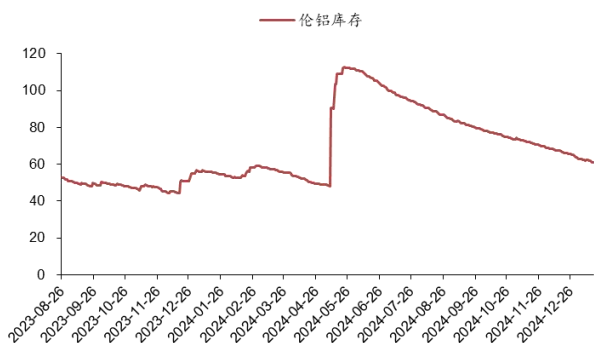
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 14: 氧化铝价格走势 (元/吨)



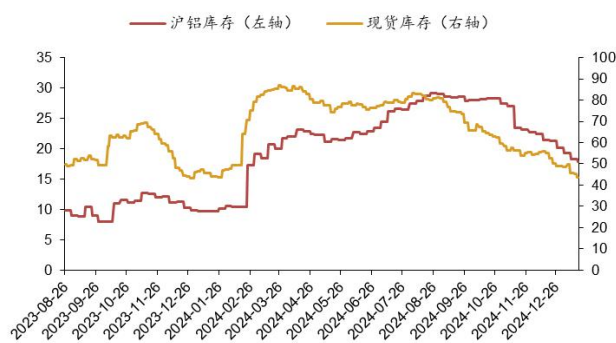
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 15: 伦铝库存 (万吨)



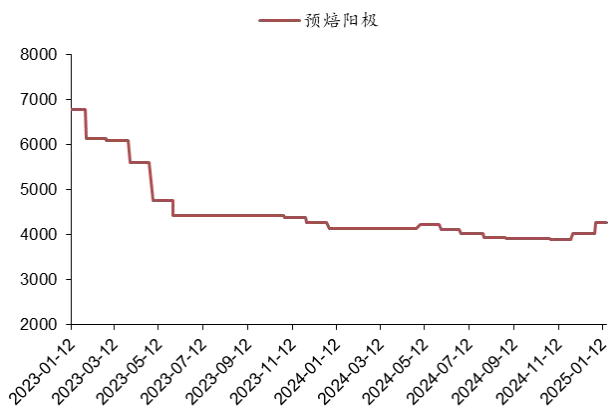
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 16: 沪铝库存 (万吨)



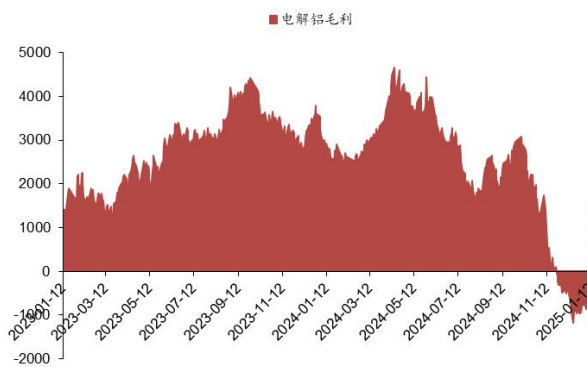
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 17: 预焙阳极价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 18: 电解铝行业毛利 (元/吨)

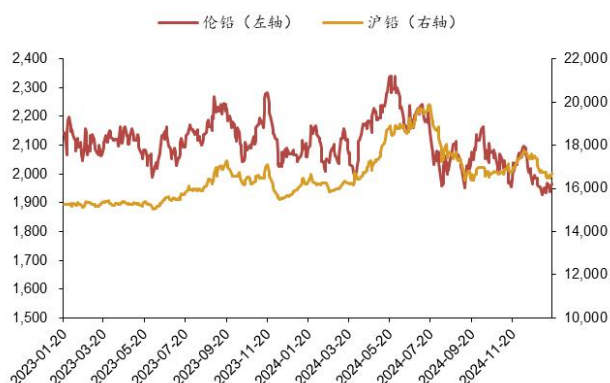


资料来源: wind, 华源证券研究所

2.3. 铅锌

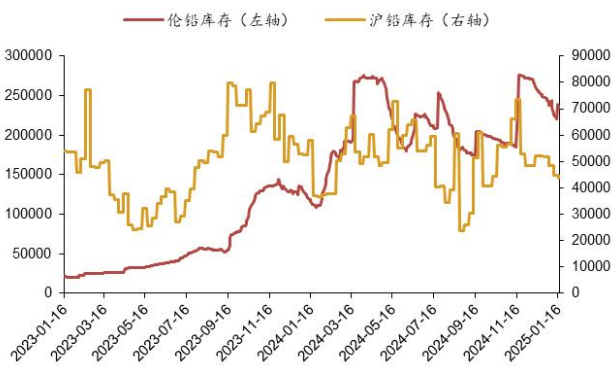
本周伦铅价格下跌 0.05%、沪铅上涨 1.43%；库存方面，伦铅库存上涨 3.83%，沪铅下跌 3.01%。本周伦锌价格上涨 0.97%，沪锌价格下跌 0.97%；库存方面，伦锌下跌 5.94%，沪锌下跌 1.38%；冶炼加工费持平至 2150 元/吨；矿企毛利下跌 2.59%至 10234 元/吨、冶炼毛利为-1004 元/吨，亏损扩大。

图表 19: 铅价格走势 (美元/吨-元/吨)



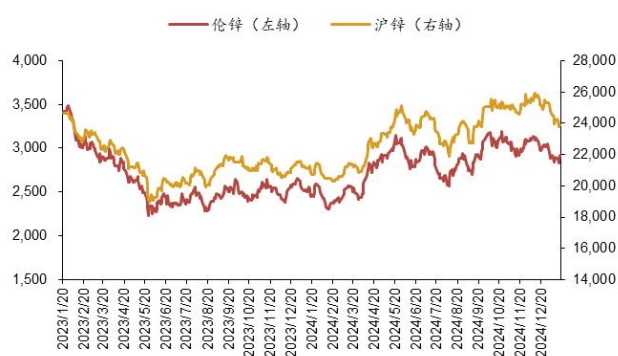
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 20: 铅期货库存 (吨)



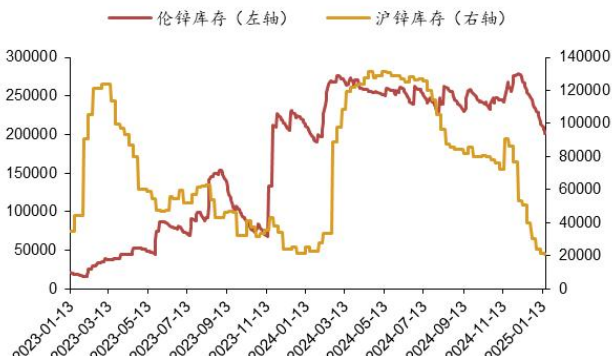
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 21: 锌价格走势 (美元/吨-元/吨)



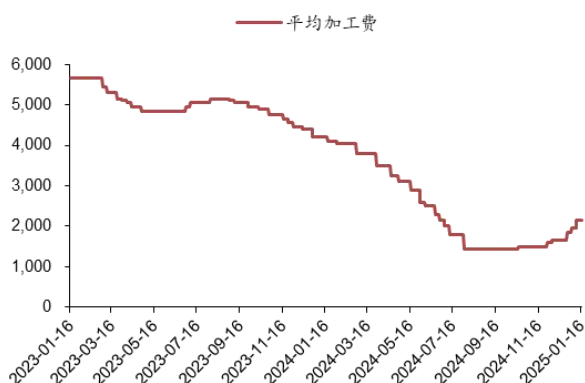
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 22: 锌期货库存 (吨)



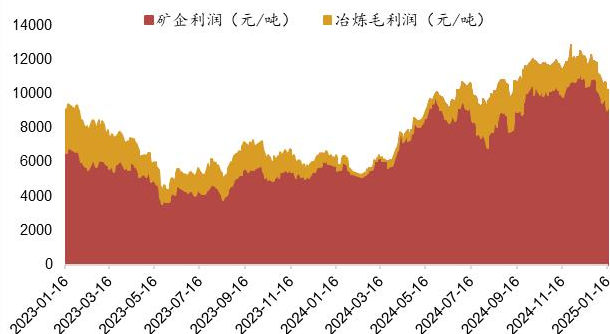
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 23: 锌冶炼加工费 (元/吨)



资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 24: 锌矿企及冶炼毛利润 (元/吨)

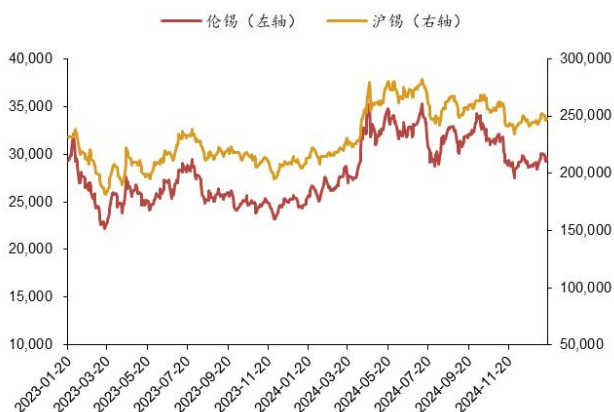


资料来源: wind, 华源证券研究所

2.4. 锡镍

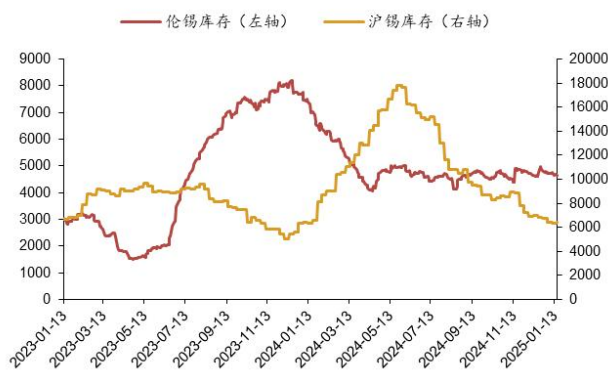
本周伦锡价格下跌 1.91%，沪锡价格下跌 1.33%；库存方面，伦锡库存下跌 2.21%，沪锡库存上涨 1.15%。本周伦镍价格上涨 2.47%，沪镍价格上涨 2.15%；伦镍库存上涨 2.78%，沪镍库存上涨 5.22%；镍铁价格持平；国内镍铁企业盈利为 6434 元/吨，盈利缩窄，印尼镍铁企业盈利下跌 1.17%至 25234 元/吨。

图表 25: 锡价格走势 (美元/吨-元/吨)



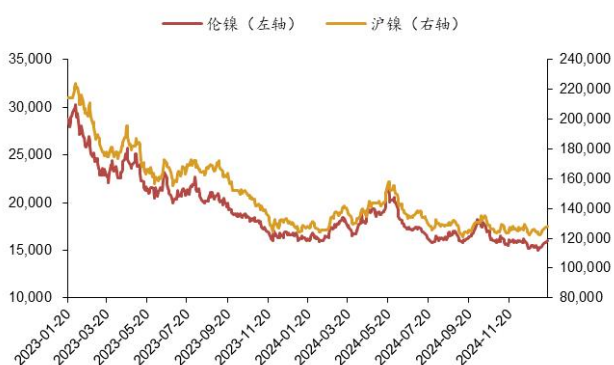
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 26: 期货锡库存 (吨)



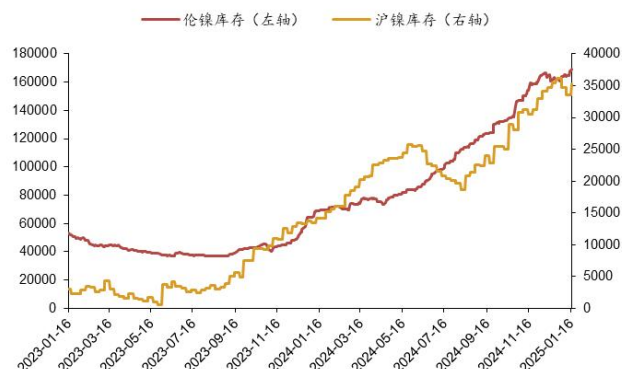
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 27: 镍价格走势 (美元/吨-元/吨)

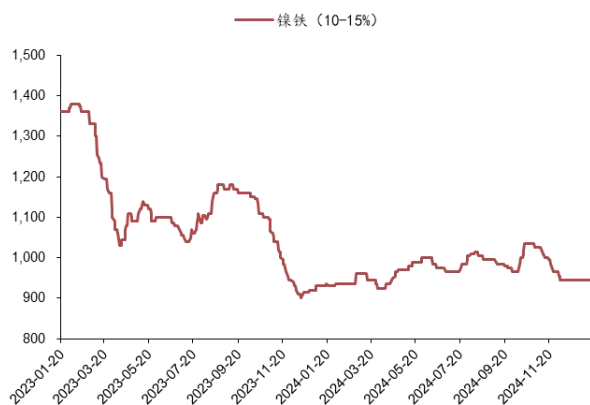


资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 28: 期货镍库存 (吨)



资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 29：镍铁价格走势（元/镍点）


资料来源：wind，华源证券研究所

图表 30：印尼&中国镍铁企业毛利（元/吨）


资料来源：wind，华源证券研究所

3. 能源金属

图表 31：能源金属价格走势及盈利&价差变化（数据截至 2025 年 1 月 17 日）

	单位	价格	本周变动	本月变动	年初至今	
锂	锂辉石	美元/吨	837	2.20%	2.57%	2.57%
	锂云母	元/吨	1780	5.33%	4.09%	4.09%
	碳酸锂	元/吨	77850	2.84%	3.73%	3.73%
	氢氧化锂	元/吨	70450	0.60%	1.25%	1.25%
	碳酸锂毛利-锂辉石	元/吨	2022	79.37%	180.83%	180.83%
	碳酸锂毛利-锂云母	元/吨	-606	134.19%	-54.56%	-54.56%
钴	MB 钴	美元/磅	10.7	-0.93%	-2.74%	-2.74%
	金属钴	万元/吨	16.30	-1.21%	-4.12%	-4.12%
	硫酸钴	万元/吨	2.66	0.00%	-0.19%	-0.19%
	四钴	万元/吨	11.10	-0.45%	-0.45%	-0.45%
镍锰	国内冶炼厂毛利	万元/吨	4.42	-4.33%	-13.68%	-13.68%
	刚果原料钴企毛利	万元/吨	3.42	-4.42%	-14.38%	-14.38%
	硫酸锰	万元/吨	0.59	-1.67%	-1.67%	-1.67%
	硫酸镍	万元/吨	2.64	0.38%	0.38%	0.38%
稀土永磁	硫酸镍相对金属镍溢价	万元/吨	-1.02	21.48%	33.34%	33.34%
	硫酸镍相对镍铁溢价	万元/吨	2.33	0.00%	3.97%	3.97%
	轻稀土矿	万元/吨	3.31	2.00%	2.64%	2.64%
	中重稀土矿	万元/吨	17.65	2.02%	3.82%	3.82%
	氧化镨钕	万元/吨	40.90	2.12%	2.76%	2.76%
	氧化镝	万元/吨	166.50	2.78%	3.42%	3.42%
	氧化铽	万元/吨	594.00	2.86%	6.07%	6.07%
	钕铁硼	万元/吨	17.30	1.76%	1.76%	1.76%
氧化镨钕盈利	万元/吨	5.23	2.64%	3.32%	3.32%	
钕铁硼盈利	万元/吨	1.92	-8.24%	-9.10%	-9.10%	

资料来源：wind，华源证券研究所

3.1. 锂

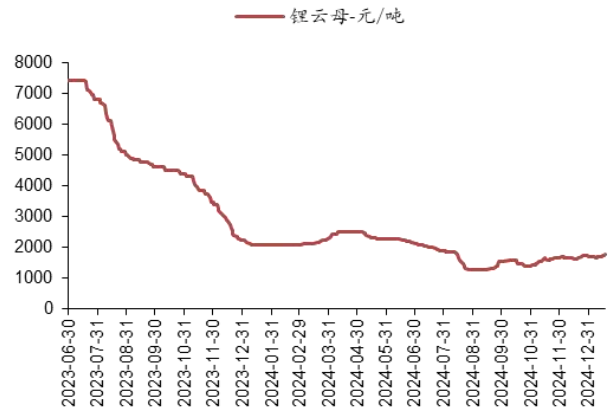
本周锂辉石价格上涨 2.20%至 837 美元/吨, 锂云母价格上涨 5.33%至 1780 元/吨, 碳酸锂价格上涨 2.84%至 77850 元/吨, 氢氧化锂价格上涨 0.60%至 70450 元/吨, 以锂辉石为原料的冶炼毛利上涨 79.37%至 2022 元/吨, 以锂云母为原料的冶炼毛利为-606 元/吨。

图表 32: 锂辉石价格走势(美元/吨)



资料来源: SMM, 华源证券研究所

图表 33: 锂云母价格走势(元/吨)



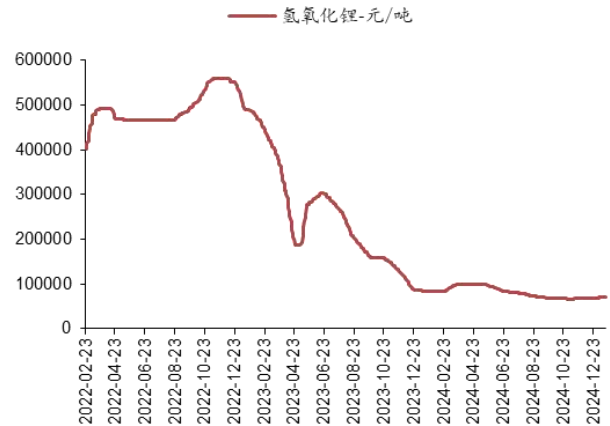
资料来源: SMM, 华源证券研究所

图表 34: 碳酸锂价格走势(元/吨)



资料来源: SMM, 华源证券研究所

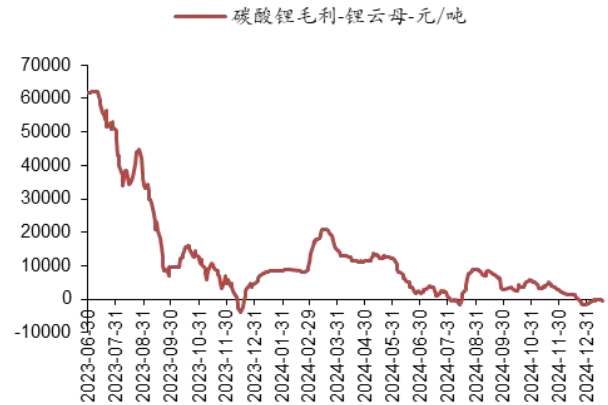
图表 35: 氢氧化锂价格走势(元/吨)



资料来源: SMM, 华源证券研究所

图表 36: 以锂辉石为原料的冶炼毛利走势(元/吨)

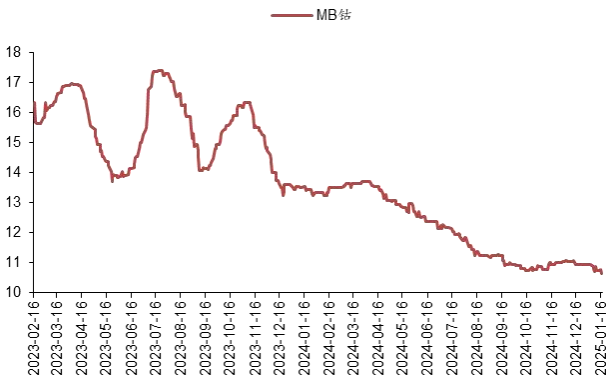

资料来源: SMM, 华源证券研究所

图表 37: 以锂云母为原料的冶炼毛利走势(元/吨)


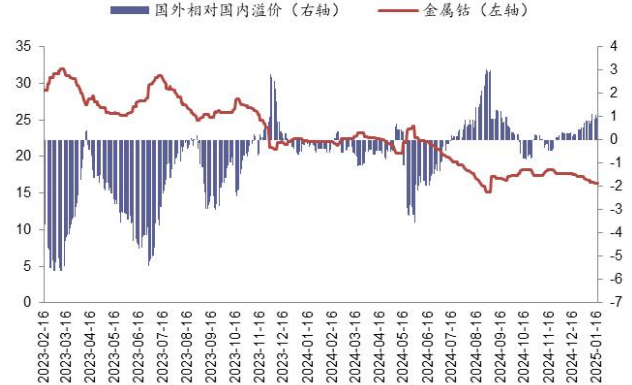
资料来源: SMM, 华源证券研究所

3.2. 钴

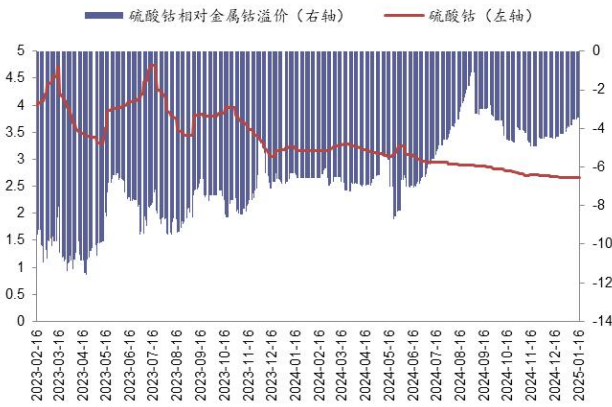
本周海外 MB 钴价下跌为 10.65 美元/磅, 国内电钴价格下跌为 16.30 万元/吨, 国内外价差 0.95 万元/吨(国外-国内)。硫酸钴持平为 2.66 万元/吨, 硫酸钴相对金属钴溢价-3.32 万元/吨, 四钴价格下跌为 11.10 万元/吨, 四钴相对金属钴溢价-1.30 万元/吨。国内冶炼厂毛利下跌为 4.42 万元/吨; 刚果原料钴企毛利下跌为 3.42 万元/吨。

图表 38: MB 钴价格走势 (美元/磅)


资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 39: 金属钴价格走势 (万元/吨)


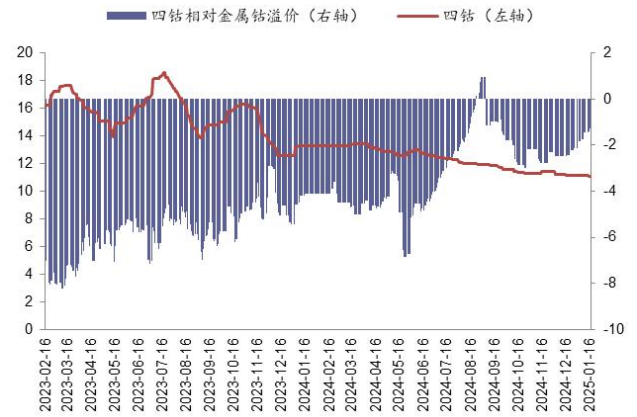
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 40: 硫酸钴价格走势图 (万元/吨)


资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 42: 国内钴冶炼厂毛利 (万元/吨)


资料来源: wind, SMM, 华源证券研究所

图表 41: 四氧化三钴价格走势图 (万元/吨)


资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 43: 拥有刚果金原料的钴企毛利 (万元/吨)


资料来源: wind, SMM, 华源证券研究所

4. 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。