



投资评级：看好（维持）
证券研究报告 | 行业专题报告
有色金属
2025年2月2日

铜行业专题报告

缺矿共识下，价格中枢有望上行

证券分析师
姓名：田源
资格编号：S1350524030001
邮箱：tianyuan@huayuanstock.com

证券分析师
姓名：田庆争
资格编号：S1350524050001
邮箱：tianqingzheng@huayuanstock.com



- **矿山：铜矿产能扩张期，但增速下降。**（1）矿山资本开支影响长期供给趋势，2025-2027年铜矿增产预计主要受2020-2022年资本开支影响，此时资本开支较2019年下降后逐年上升，预计铜矿仍处于增产过程中但增速下降。且从长期来看，供给高峰或在2028-2029年（近期资本开支高峰为2023年-2024年），且增产强度低于上一波供给（2012年资本开支高峰）。（2）矿山投扩产影响中期产能，从全球矿山产能投产来看，目前仍处于产能扩张期，且产能高峰或于2028-2030年到达，但整体扩产增速处于下降趋势，整体与矿山资本开支相对应。具体来看，2024-2027年预计全球铜矿产能及增速分别为2379万吨（4.7%）、2479万吨（4.2%）、2559万吨（3.2%）和2619万吨（2.3%），2028-2030年全球铜矿产能达到产能高峰，峰值为2741万吨，之后产能逐步下降，到2035年预计产能下降至2544万吨。（3）罢工等扰动事件影响开工率，罢工具有明显的地域性和周期性。地域性在于罢工主要集中在南美智利、秘鲁等国，因其工会在与矿企的薪资谈判中处于强势地位，若其条件无法满足，很容易引起罢工甚至连锁反应。周期性在于，罢工周期以3年为一周期（工资合同一般为3年），如2014、2017、2020年以及2023-2024年，表现为罢工时间长且供给扰动大。按照罢工周期预计，下一轮集中罢工或发生于2026-27年。此外，地震、矿难、电力等也是影响开工率的影响因素。基于对全球铜矿资本开支、产能扩张以及罢工等扰动事件对开工率的影响，我们得出当前或仍处于产量扩张期，但增速下降。具体来看，从产量增速角度，2024-2027年预计全球铜矿产量增量及增速分别为53万吨（3.0%）、73万吨（4.0%）、88万吨（4.6%）和98万吨（4.9%），并预计于2028年达到增量高峰103万吨（4.9%）。从绝对量来看，预计2030年全球铜矿产量达到产量高峰之后随着增速下滑而下降。
- **冶炼：矿端短缺向精炼端传导，再生铜对供给影响或减弱。**25年TC为21.25美元/吨，而行业平均冶炼成本在35-40美元/吨（考虑硫酸收益，未考虑贵金属副产物），该价格下冶炼厂出现亏损，25年部分高成本的民营冶炼厂或减产，矿端短缺逐步向金属端传导。同时截止到2025年1月24日，精废价差7000元/吨，价差仍较大，但相对24年有所收窄，25年再生铜对精炼铜供给影响或减弱。基于对全球冶炼开工率以及再生铜精废价差的影响，我们得出当前精炼铜产量或仍增长。具体来看，从产量增速角度，2024-2027年预计全球精炼铜产量增量及增速分别为84万吨（3.2%）、89万吨（3.3%）、107万吨（3.8%）和108万吨（3.7%），并预计于2027年达到增量高峰。
- **需求：新旧动能交替发力，需求不悲观。**传统需求增速虽然出现一定乏力，但整体需求稳定略有增长，随着风电、光伏以及新能源汽车等新动能需求的增长，铜需求维持持续增长。预计2024-2027年铜需求量分别为2685、2784、2883和2981万吨，增速分别为3.2%、3.7%、3.5%和3.4%，整体需求并不悲观。随着矿端的短缺逐步传导至金属端以及再生铜冶炼增速下降，铜行业整体仍处于紧平衡状态，预计2024-2027年，供需平衡分别为17、7、16和26万吨。缺矿共识下，价格中枢有望上行。
- **风险提示：**铜价大幅波动的风险，地缘政治导致新项目投产不及预期的风险，经济波动导致需求大幅下滑的风险。

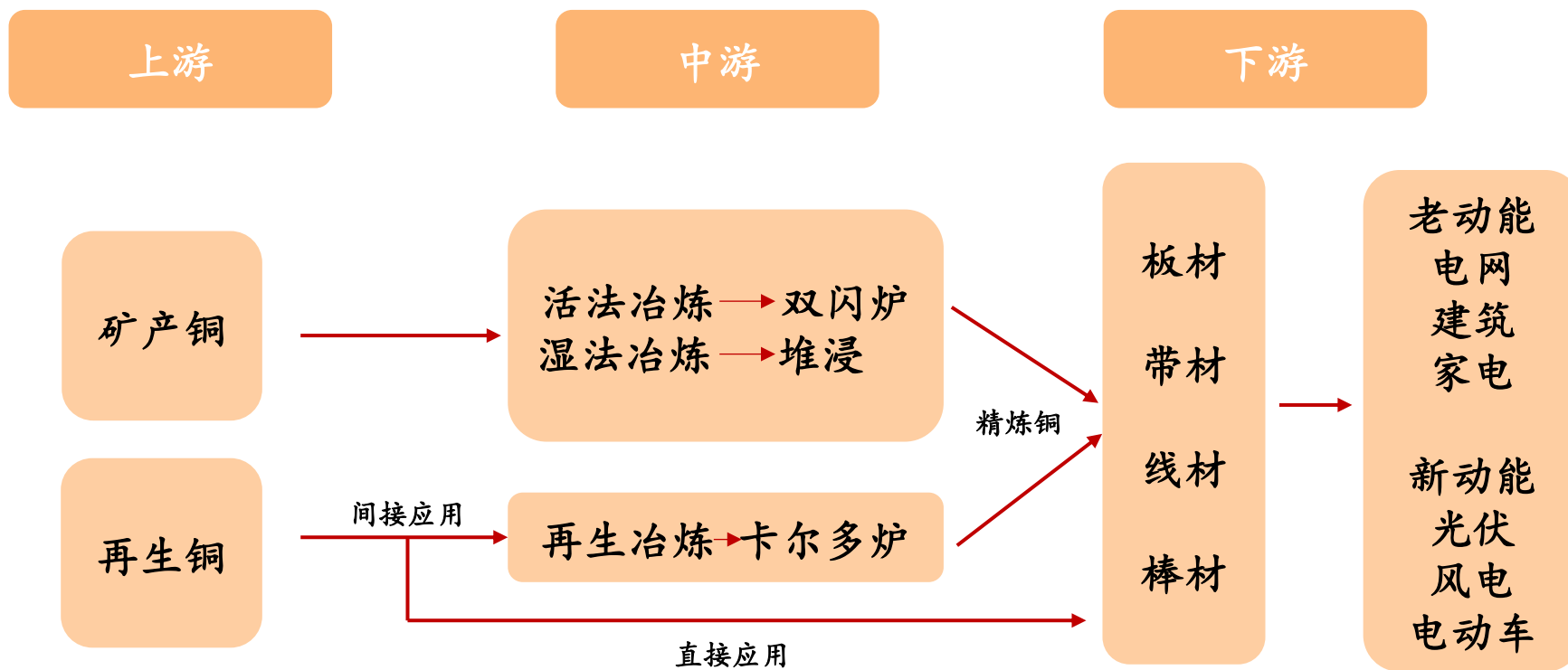
主要内容

1. 铜产业链概况
2. 矿山：铜矿产能扩张期，但增速下降
3. 冶炼：矿端短缺向精炼端传导，再生铜对供给影响或减弱
4. 需求：新旧动能交替发力，需求不悲观



- 铜作为最重要的大宗工业金属品种之一，兼具商品属性和金融属性，其价格不仅受预期的供需结构影响还受到其金融属性带来的投资属性影响，我们认为供需结构（商品属性）影响铜价走向，金融属性则影响价格的波动幅度。
- 铜产业链概况。铜的产业链可以简单的分为上游开采（回收）、中游冶炼和下游需求三个环节。其中：
- 上游开采：包括矿山开采产生的铜精矿以及铜的回收两部分，回收部分即再生铜主要由废旧金属回收所得，可直接应用到下游消费领域，也可经再生冶炼成为精炼铜应用到下游消费领域；

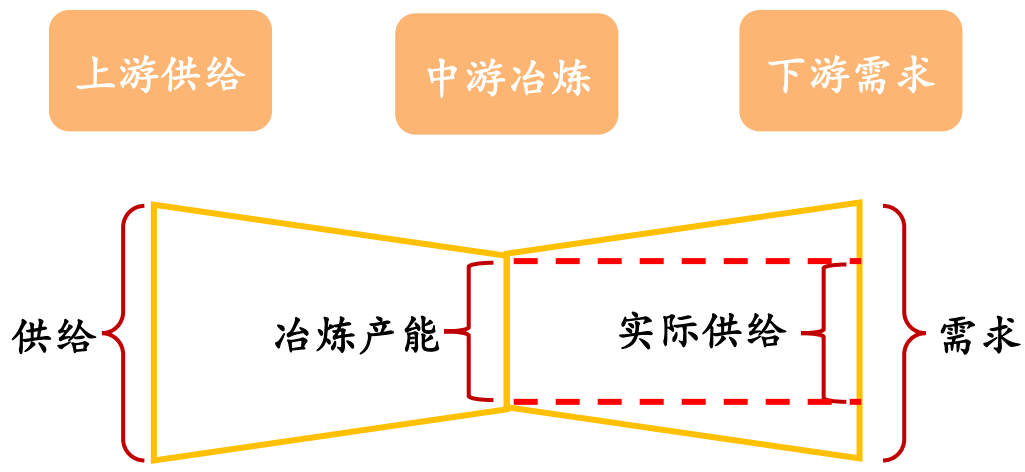
图表1：铜产业链简介



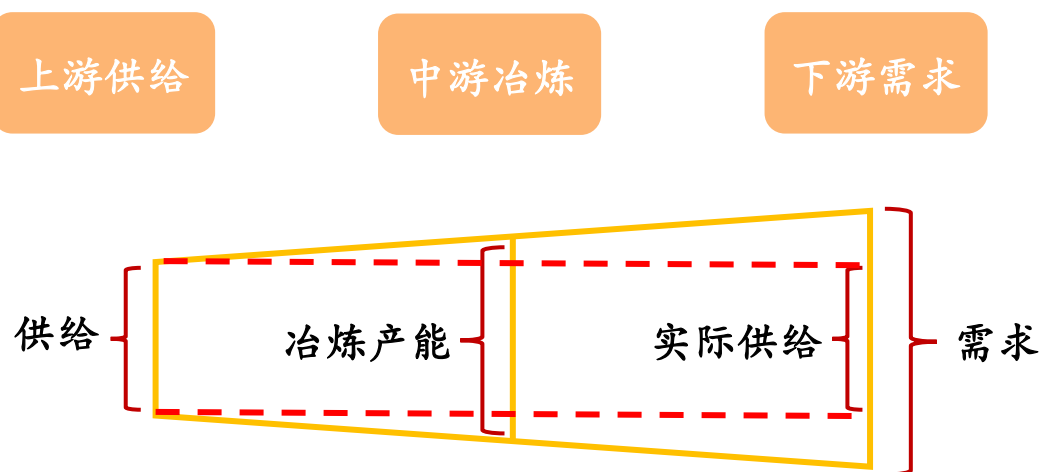


- **中游冶炼：**是铜上游供给与下游需求之间的衔接环节，当冶炼产能小于铜的供给时，精炼铜的产量受到冶炼能力的限制，即使上游铜供给严重过剩，精炼铜的产量仍受制于冶炼能力的不足，无法产生大的供应量，过剩的上游供给无法向下游传导。反之，当冶炼产能大于铜的供给时，冶炼企业的产能利用率开始出现不足，精炼铜的产量受到上游铜供给的限制。因此我们从冶炼产能投扩产的角度去探寻冶炼环节对铜产业链上下游的影响。
- **下游需求：**铜的下游需求众多，从产品类型来分可以分为板材、带材、线材、棒材等；从应用领域来分可以分为电网、建筑、家电等传统需求，以及光伏、风电、电动车等新需求。

图表2：冶炼产能不足限制铜供给（示意图）



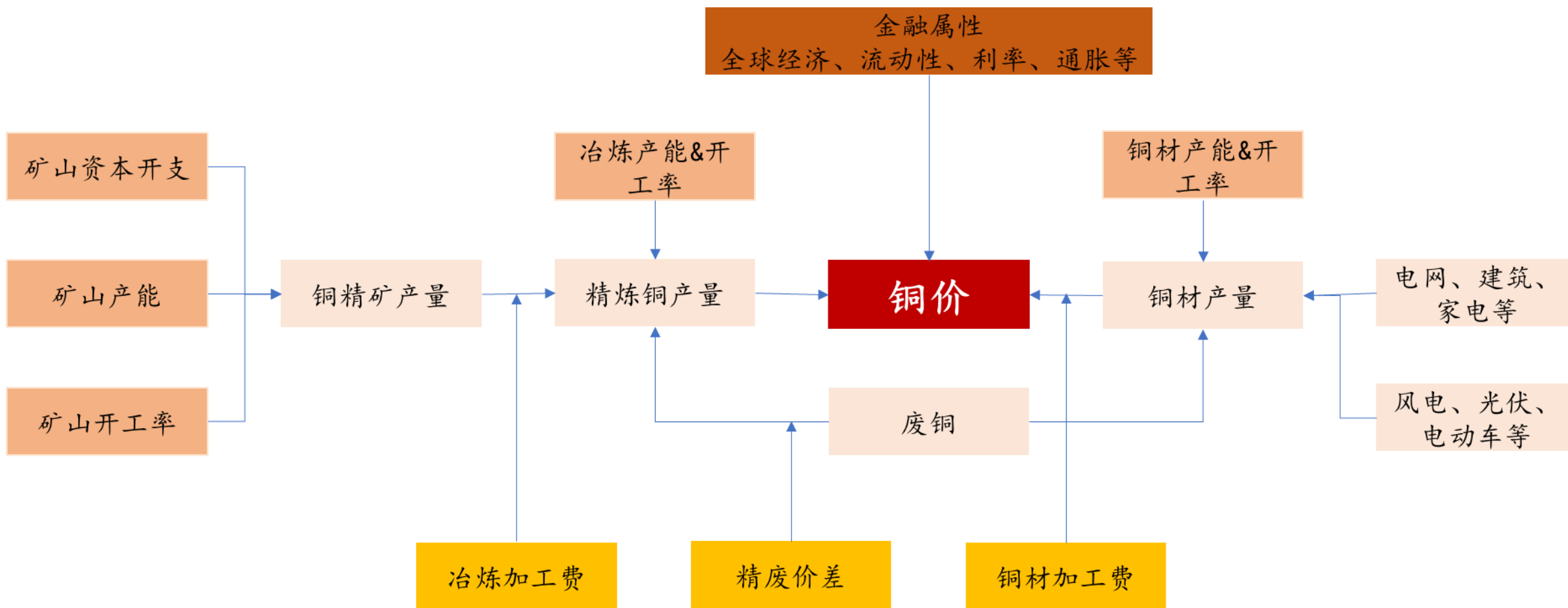
图表3：冶炼产能充足，上游供给限制铜的供给（示意图）





■ 铜行业分析框架

图表4：铜行业分析框架



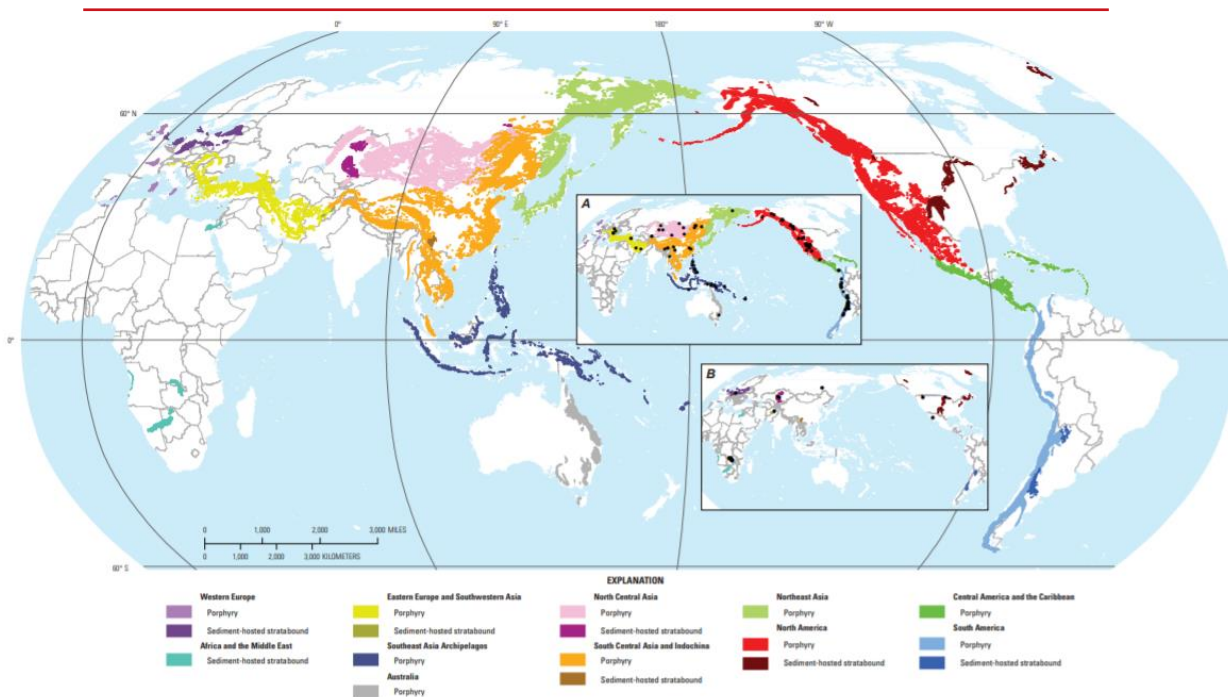
主要内容

1. 铜产业链概况
2. 矿山：铜矿产能扩张期，但增速下降
3. 冶炼：矿端短缺向精炼端传导，再生铜对供给影响或减弱
4. 需求：新旧动能交替发力，需求不悲观



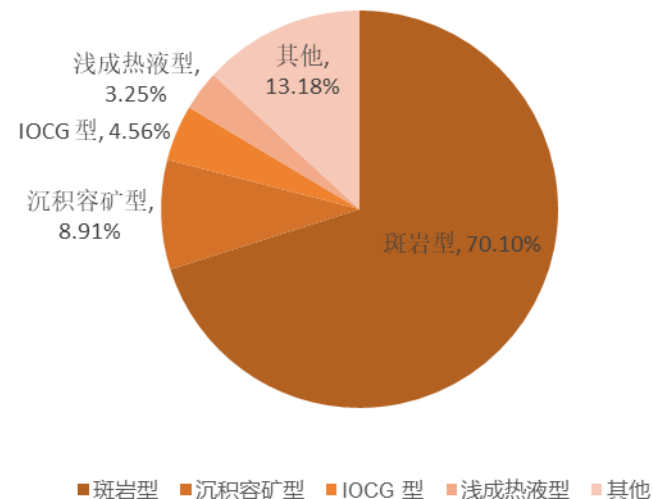
- **斑岩型和沉积容矿型是全球最主要的铜矿床类型：**铜矿主要分为4大类，即斑岩型、沉积容矿型、浅成热液型、IOCG 型，根据标普2022年数据显示，不同矿床类型在全球资源储量中占比分别为斑岩型70.10%、沉积容矿型8.91%、IOCG 型4.56%、浅成热液型3.25%和其他13.18%。斑岩型和沉积容矿型是全球最主要的铜矿床类型，二者合计约占全球铜金属资源储量的 79.01%。

图表5：全球铜矿分布



资料来源：USGS，华源证券研究所

图表6：不同类型铜矿在全球资源储量中占比（2022）

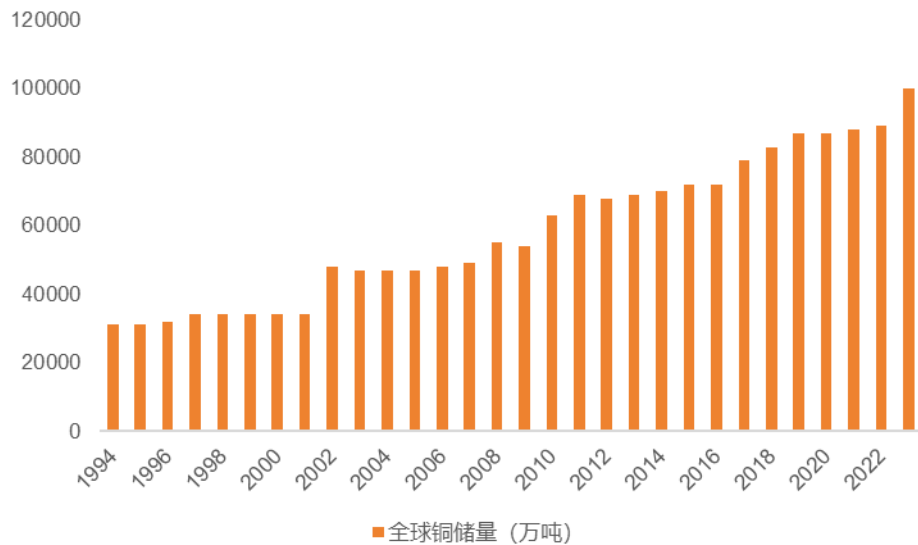


资料来源：《全球铜矿资源分布现状及勘查投入分析》王春晖等，华源证券研究所



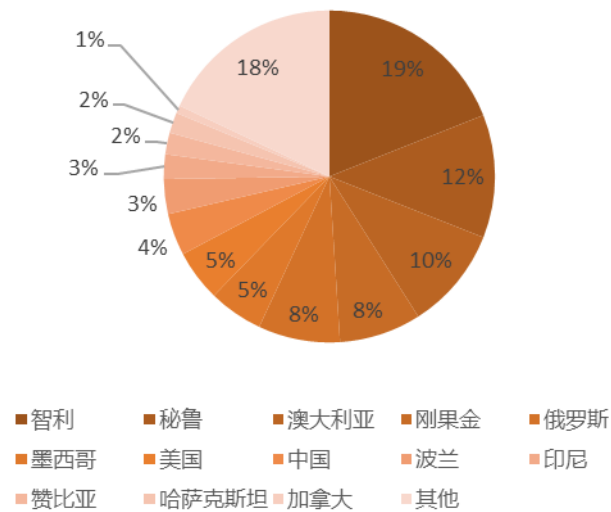
- **全球储量10亿吨，前5国占比57%：**过去三十年随着勘探投入以及技术进步，全球铜矿储量以年均4%的复合增速增长，到2023年储量已从1994年的3.1亿吨提升至10亿吨。从储量分布来看，主要集中于环太平洋地区，具体来看，主要集中于智利（19%）、秘鲁（12%）、澳大利亚（10%）、刚果金（8%）和俄罗斯（8%），前5国铜矿储量占全球总储量的57%。

图表7：1994–2023年全球铜矿储量



资料来源：wind，华源证券研究所

图表8：2023年全球铜矿储量分布

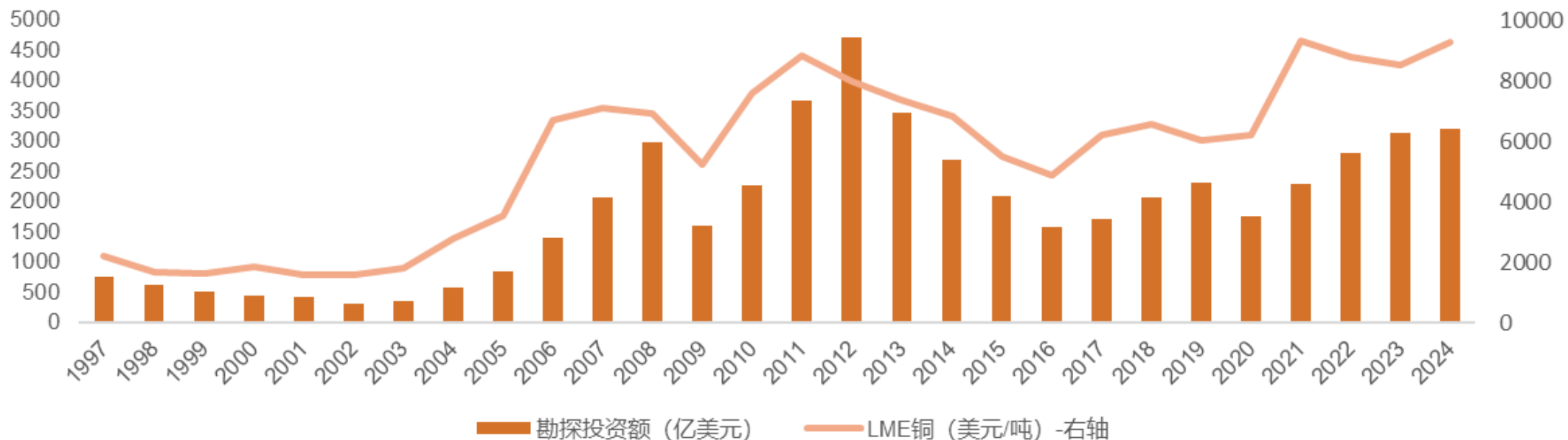


资料来源：USGS，华源证券研究所



- **矿山资本开支（影响长期供给趋势）：**从长期来看，铜矿增产与铜价、资本开支高度相关，铜价上涨刺激矿企提高资本开支用于矿山勘探、投建，从资本开支投入到铜矿投产一般要滞后5年左右，因此铜价领先资本开支，资本开支领先铜矿增产。从资本开支来看，2025-2027年铜矿增产预计主要受2020-2022年资本开支影响，此时资本开支较2019年下降后逐年上升，预计铜矿仍处于增产过程中但增速下降。且从长期来看，供给高峰或在2028-2029年（近期资本开支高峰为2023年-2024年），且增产强度低于上一波供给（2012年资本开支高峰）。

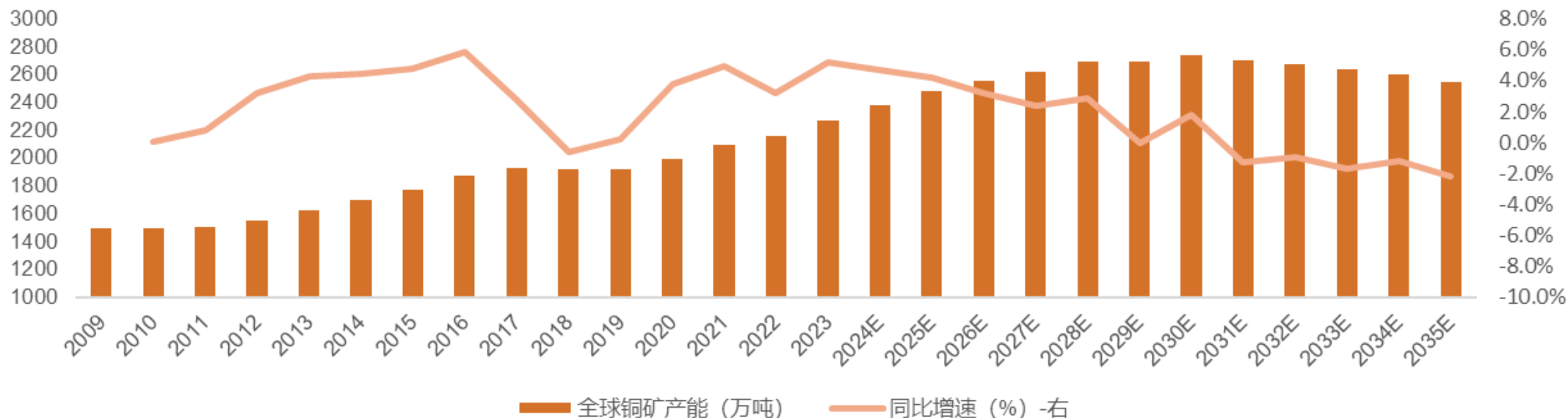
图表9：全球铜矿勘探投资额与铜价相关性





- **矿山投扩产（影响中期产能）**：从全球矿山产能投产来看，目前仍处于产能扩张期，且产能高峰或于2028-2030年到达，但整体扩产增速处于下降趋势，整体与矿山资本开支相对应。
- 具体来看，2024-2027年预计全球铜矿产能及增速分别为2379万吨（4.7%）、2479万吨（4.2%）、2559万吨（3.2%）和2619万吨（2.3%），2028-2030年全球铜矿产能达到产能高峰，峰值为2741万吨，之后产能逐步下降，到2035年预计产能下降至2544万吨。

图表10：全球铜矿产能及增速



■ 罢工等扰动事件（影响开工率）：罢工具有明显的地域性和周期性。地域性在于罢工主要集中在南美智利、秘鲁等国，因其工会在与矿企的薪资谈判中处于强势地位，若其条件无法满足，很容易引起罢工甚至连锁反应。周期性在于，罢工周期以3年为一周期（工资合同一般为3年），如2014、2017、2020年以及2023-2024年，表现为罢工时间长且供给扰动大。按照罢工周期预计，下一轮集中罢工或发生于2026-27年。此外，地震、矿难、电力等也是影响开工率的影响因素。

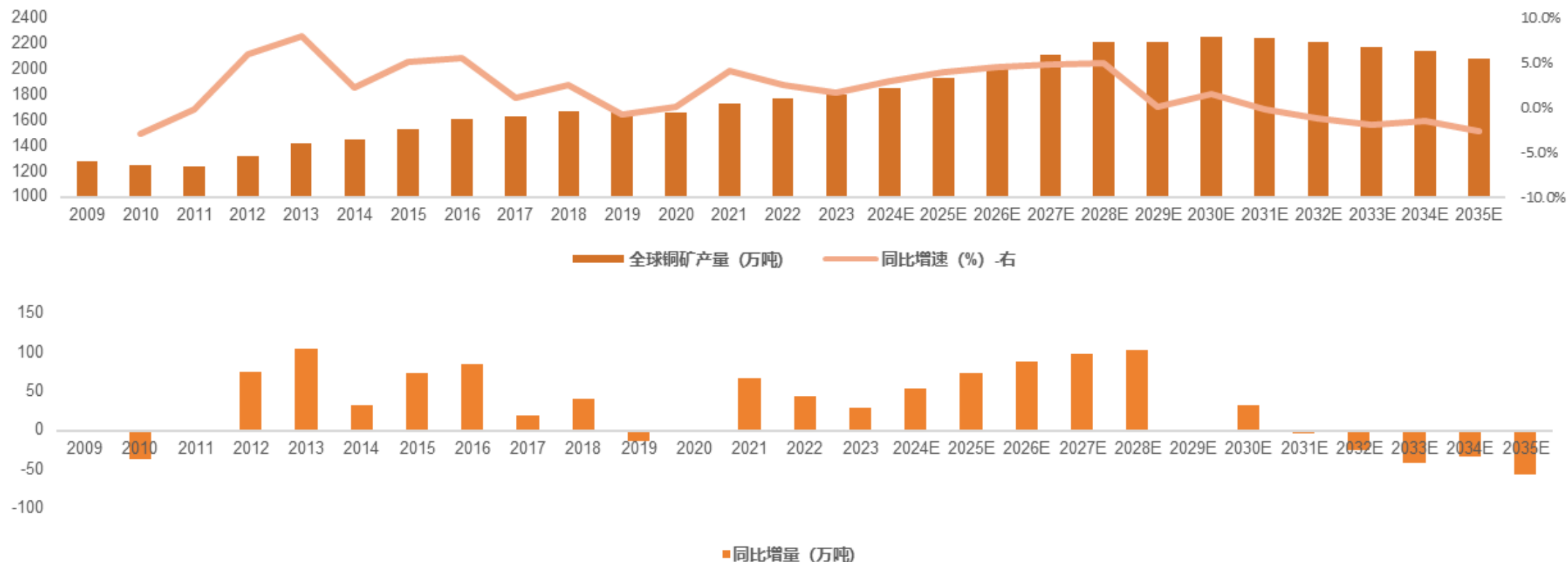
图表11：2014-2024年罢工梳理及产量影响（万吨）							
时间	国家	公司	项目	事件	年均产铜	估算影响产量	合计影响产量
2014年	印尼	自由港	Grasberg	5月1日，与印尼政府谈判破裂	70	10.0	19.9
	秘鲁	必和必拓	antamina	11月10日，因劳资谈判罢工	45	9.9	
2017年	智利	必和必拓	Escondida	2月9日，因薪资谈判破裂，罢工44天	110	15.0	27.0
	秘鲁	自由港	Cerro Verde	3月10日，因薪资谈判问题，罢工	25	2.0	
	印尼	自由港	Grasberg	1月12日，印尼能矿部禁止原矿出口，停产	70	10.0	
2018年	智利	Codelco	Chuquicmata	7月10日，因劳资谈判罢工	31	1.0	3.5
	智利	Codelco	Andina	8月10日，因劳资谈判罢工	21	2.5	
2019年	秘鲁	MMG	Las Bambas	2月25日，社区抗议封路罢工，时长68天	46（产能）	8.0	12.3
	智利	Codelco	Chuquicamata	6月14日，劳资谈判破裂，罢工2周	31	1.3	
	智利	Codelco	Andina	10月23日，因罢工关闭	21	2.5	
	智利			10月，受油价上涨货币贬值，全国罢工，包括多家矿企的工会联合罢工		0.5	
2020年	智利	英美资源	Collahuasi	劳资谈判达成，未罢工	55		1.7
	智利	加拿大伦丁矿业	Candelaria	10月28日，因劳资谈判罢工1个月，新协议合同期35月	12	1.0	
	智利	必和必拓	Escondida	10月16日，薪资谈判达成未罢工，新协议合同3年	110		
	智利	必和必拓	Spence	新协议达成，未罢工，协议有效期至23年11月	19		
	智利	安托法加斯塔	Centinela	11月23日，因薪资谈判罢工2周	17	0.7	
2021年	智利	Codelco	Andina	7月，因劳资谈判罢工	21	1.3	2.2
	智利	日本JX金属	Caserones	8月，因劳资谈判罢工	13	0.9	
2023年	秘鲁	MMG	Las Bambas	1月3日，社区问题，运输中断，停工3月	46（产能）	11.0	46.0
	智利	必和必拓	Escondida	10月23日，与工会达成初步协议，未罢工	110		
	巴拿马	第一量子	Cobre	11月29日，因铜矿合约违宪，无限期停工	35	35.0	
2024年	智利	Codelco	Radomiro Tomic	3月8日，因运营事故，罢工	32	1.5	4.0
	智利	必和必拓	Escondida	8月15日，因薪资问题，罢工三天	110	1.0	
	秘鲁	MMG	Las Bambas	社区抗议封路罢工	46（产能）	1.5	

资料来源：我的钢铁网，生意社、长江有色金属网，华源证券研究所



- 产量扩张期，但增速下降：基于对全球铜矿资本开支、产能扩张以及罢工等扰动事件对开工率的影响，我们得出当前或仍处于产量扩张期，但增速下降。
- 具体来看，从产量增速角度，2024-2027年预计全球铜矿产量增量及增速分别为53万吨（3.0%）、73万吨（4.0%）、88万吨（4.6%）和98万吨（4.9%），并预计于2028年达到增量高峰103万吨（4.9%）。从绝对量来看，预计2030年全球铜矿产量达到产量高峰之后随着增速下滑而下降。

图表12：全球铜矿产量、增速及同比增量



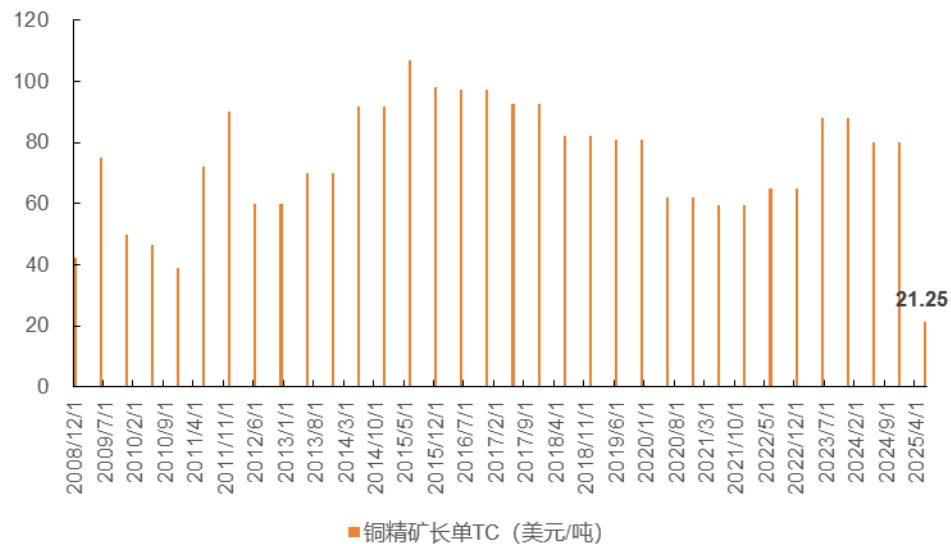
主要内容

1. 铜产业链概况
2. 矿山：铜矿产能扩张期，但增速下降
3. 冶炼：矿端短缺向精炼端传导，再生铜对供给影响或减弱
4. 需求：新旧动能交替发力，需求不悲观

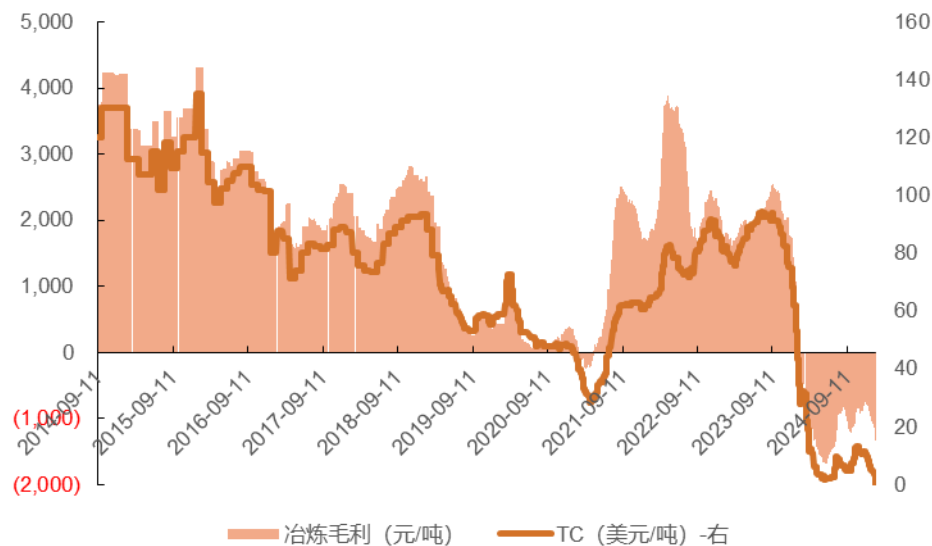


- 矿铜冶炼加工费创历史新低，矿端短缺向金属端传导
- 据长江有色金属网报道，安托法加斯塔与江西铜业将2025年的铜精矿加工费（TC）定为每吨21.25美元，精炼费（RC）定为每磅2.125美分。远低于2024年的每吨80美元和每磅8美分，同比下降高达73.4%，创2008年以来的历史新低。
- 而行业平均冶炼成本在35-40美元/吨（考虑硫酸收益，未考虑贵金属副产物），该价格下冶炼厂出现亏损，25年部分高成本的民营冶炼厂或减产，矿端短缺逐步向金属端传导。

图表13：2008-2025年冶炼加工费长单



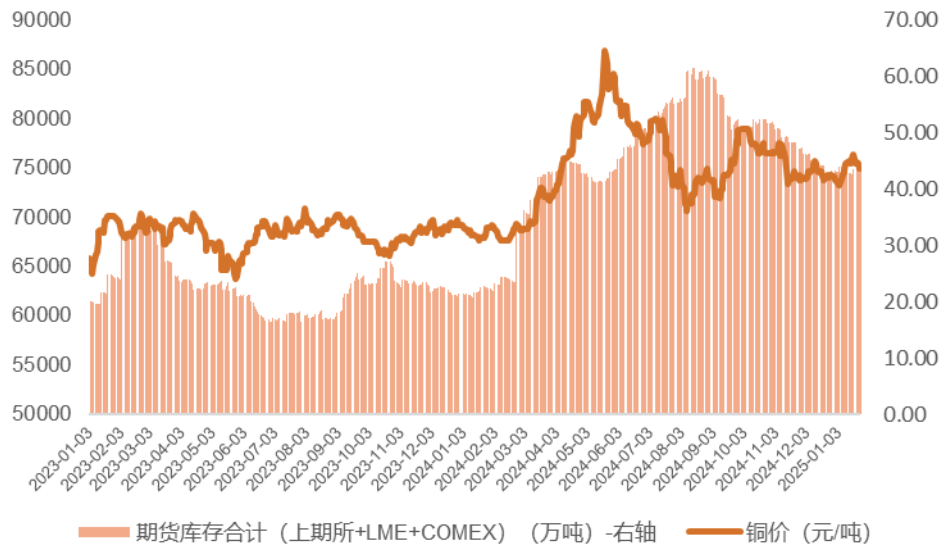
图表14：冶炼散单加工费及考虑硫酸后冶炼毛利





- 再生冶炼精废价差收窄，再生铜对精炼铜供给影响或减弱
- 2024年Q2受铜矿短缺以及需求拉动影响，铜价持续上行，但我们看到期货库存随铜价上涨而持续累库，随后累库对市场形成负反馈，担心需求不及预期，铜价逐步回落。
- 但我们认为铜累库或与精废价差拉大有关，2024Q2随着精废价差的拉大，废铜经再生冶炼后进入到精炼铜流通环节，增加精炼铜供给。且随着精废价差的缩小，库存逐步去化。截止到2025年1月24日，精废价差7000元/吨，价差仍较大，但相对24年有所收窄，25年再生铜对精炼铜供给影响或减弱。

图表15：2024Q2库存随铜价上涨而累库



资料来源：SMM，华源证券研究所

图表16：24年Q2开始精废价差拉大

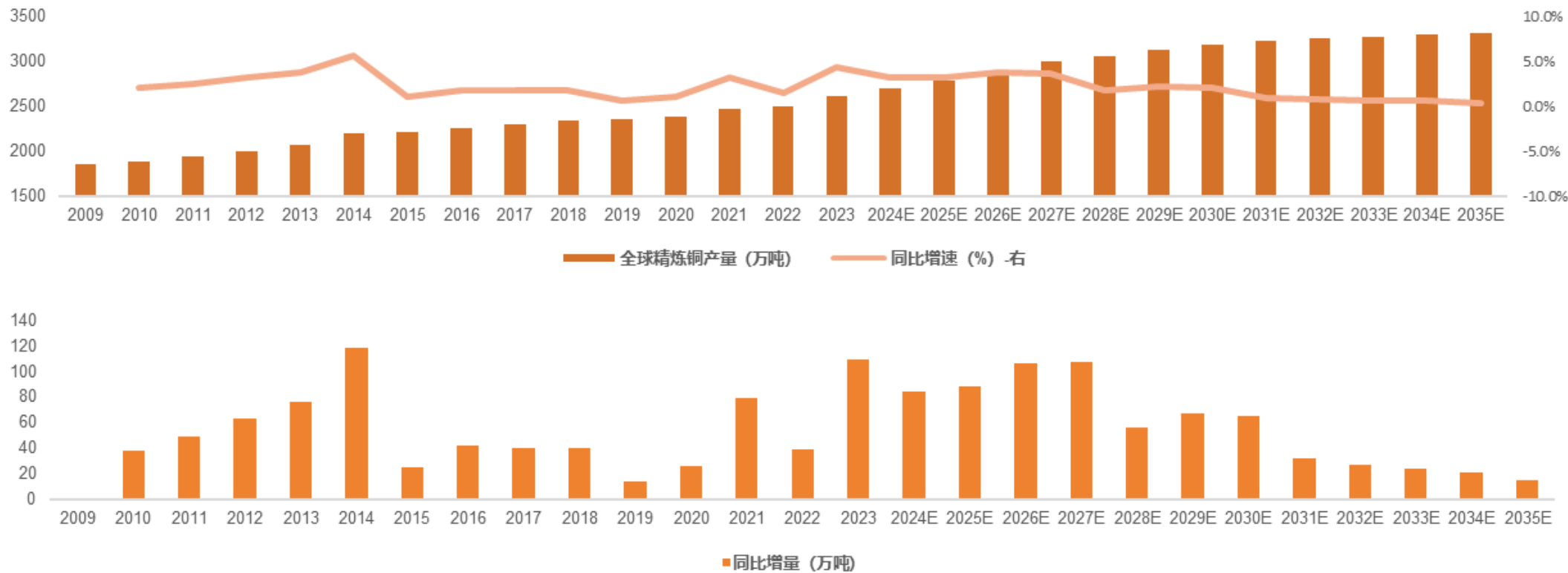


资料来源：SMM，华源证券研究所



- **精炼铜产量或仍增长：**基于对全球冶炼开工率以及再生铜精废价差的影响，我们得出当前精炼铜产量或仍增长。
- 具体来看，从产量增速角度，2024-2027年预计全球精炼铜产量增量及增速分别为84万吨（3.2%）、89万吨（3.3%）、107万吨（3.8%）和108万吨（3.7%），并预计于2027年达到增量高峰。

图表17：全球精炼铜产量、增速及同比增量



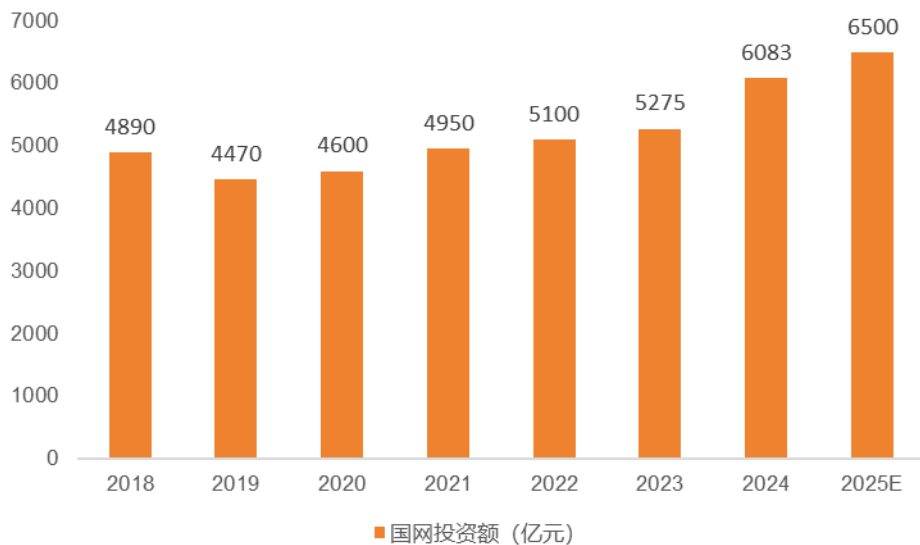
主要内容

1. 铜产业链概况
2. 矿山：铜矿产能扩张期，但增速下降
3. 冶炼：矿端短缺向精炼端传导，再生铜对供给影响或减弱
4. 需求：新旧动能交替发力，需求不悲观



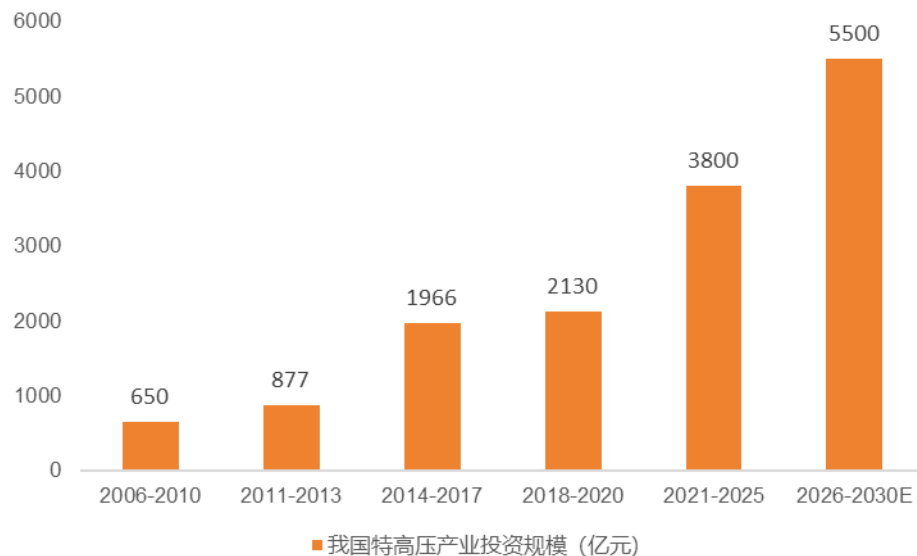
- 电网投资维持增长，用铜量相对稳定并维持增长。据国家电网报告，2025年我国将聚焦优化主电网、补强配电网、服务新能源高质量发展，继续推进重大项目实施，开工建设陕西至河南特高压，以及山东枣庄、浙江桐庐抽蓄电站等一批重点工程，积极扩大有效投资，带动上下游产业链，预计全年国家电网投资将首次超过6500亿元。特高压仍为电网投资重中之重，单位用铜量相对稳定，随着电网投资持续增长，电网用铜量或维持稳步增长。

图表18：2018–2025年国网投资额



资料来源：SMM，我的钢铁网，国家能源局，国家电网，华源证券研究所

图表19：中国特高压产业投资规模

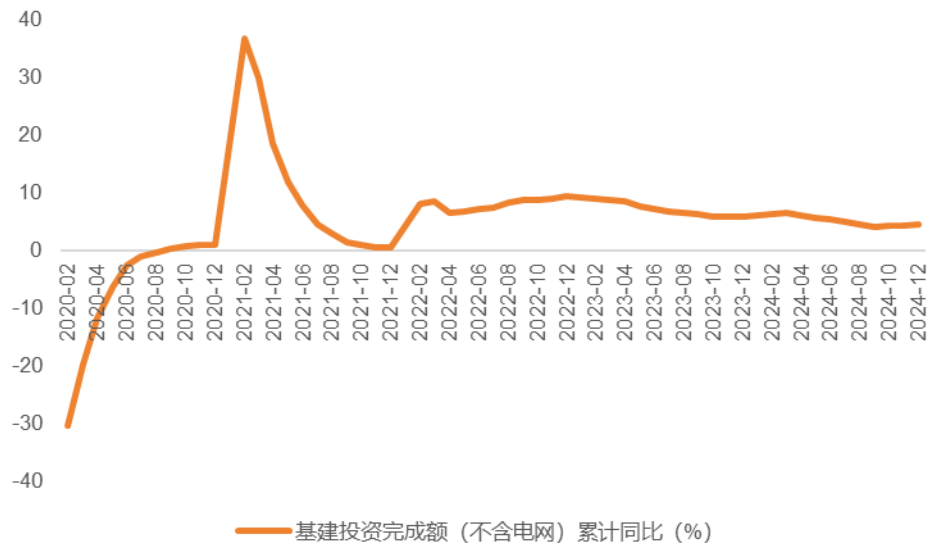


资料来源：SMM，国家电网，华源证券研究所



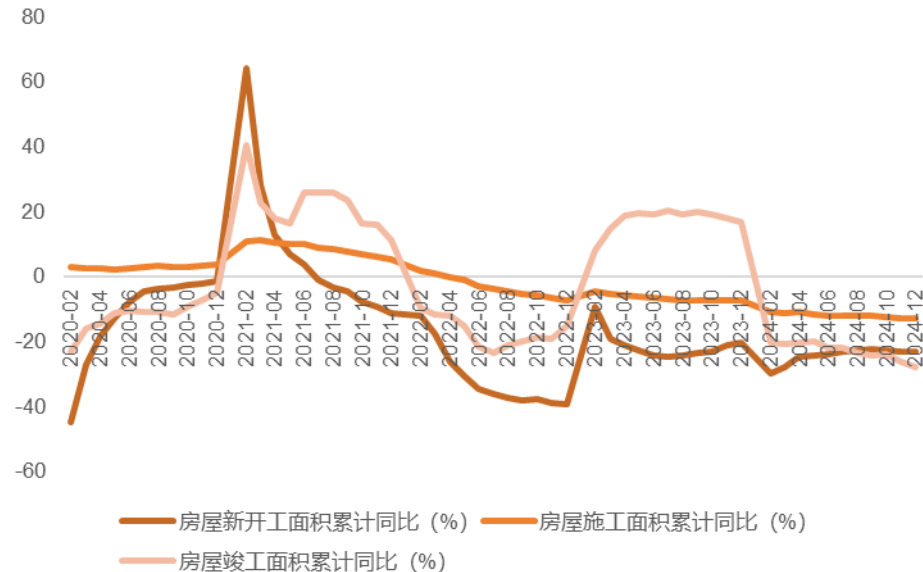
- **基建稳增长，但地产用铜或持续下降。** 鉴于目前国内宽松政策加码托底经济，市场对地产基建存在复苏预期，但期望值下降，毕竟中国的工业化和城镇化进程已趋于饱和。
- 对于基建投资整体稳步增长，对铜的需求拉动整体平稳。而对于房地产，截止到24年12月，新开工、施工及竣工面积累计同比分别为-23%、-12.7%和-27.7%，新开工和施工面积不足，预计25年竣工面积累计增速较难转正，虽然中短期地产政策放松对预期上的边际改善，但总量上的拉动空间有限，地产对铜的需求或继续下降。

图表20：基建投资维持稳增长



资料来源：wind，华源证券研究所

图表21：地产用铜需求或持续下降

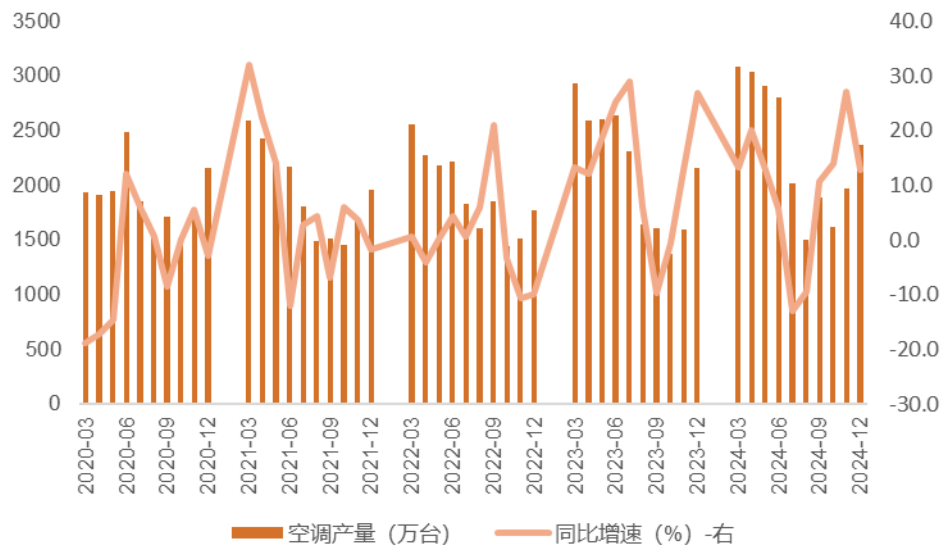


资料来源：wind，华源证券研究所

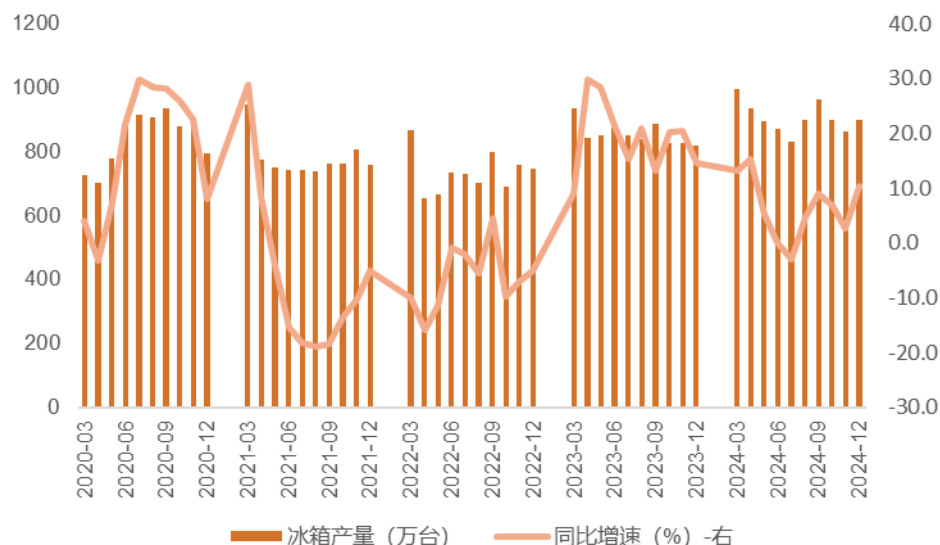


- 国内地产拖累家电需求，但出口拉动家电需求持续增长。家电（空调、冰箱等）属于房地产后周期行业，与房地产销售有紧密联系。房地产销售增速影响家电产销量，2023年保交楼政策地产托底，竣工增速转正，家电产量增速维持相对高位，而随着2024年竣工面积增速由正转负，中国家电产销增速或受到影响进而增速趋于下降。

图表22：2020–2024年空调产量及同比增速



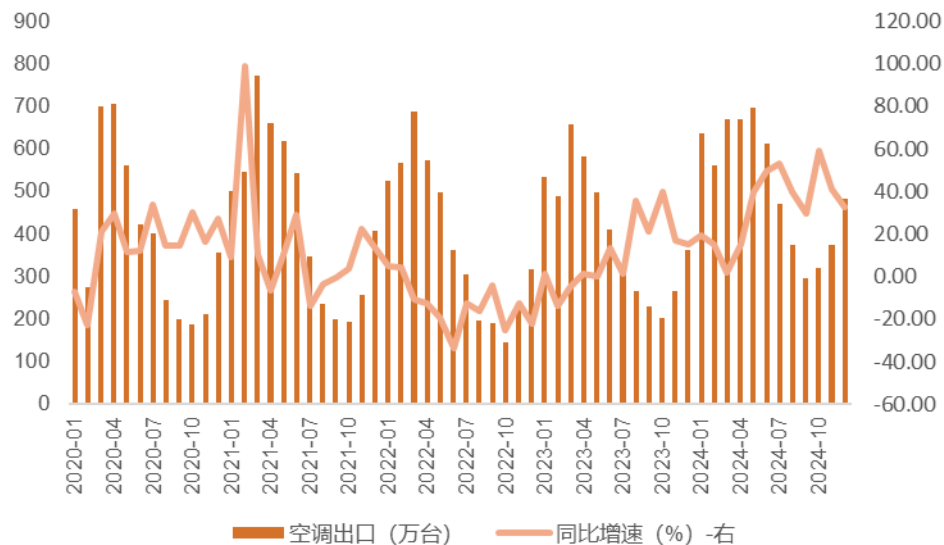
图表23：2020–2024年冰箱产量及同比增速





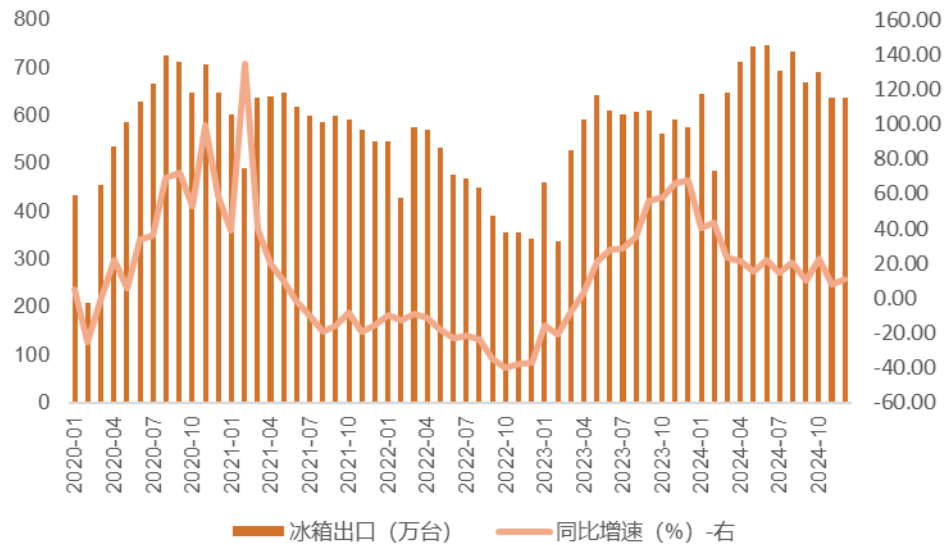
- 国内地产拖累家电需求，但出口拉动家电需求持续增长。
- 随着海外（美国、欧盟等）经济相对复苏，海外房地产需求持续增长，特别是美国、欧盟等市场。海外需求以及抢出口需求拉动，弥补国内消费下滑，使得家电用铜需求整体维持正增长。

图表24：2020–2024年空调出口量及同比增速



资料来源：wind，华源证券研究所

图表25：2020–2024年冰箱出口量及同比增速

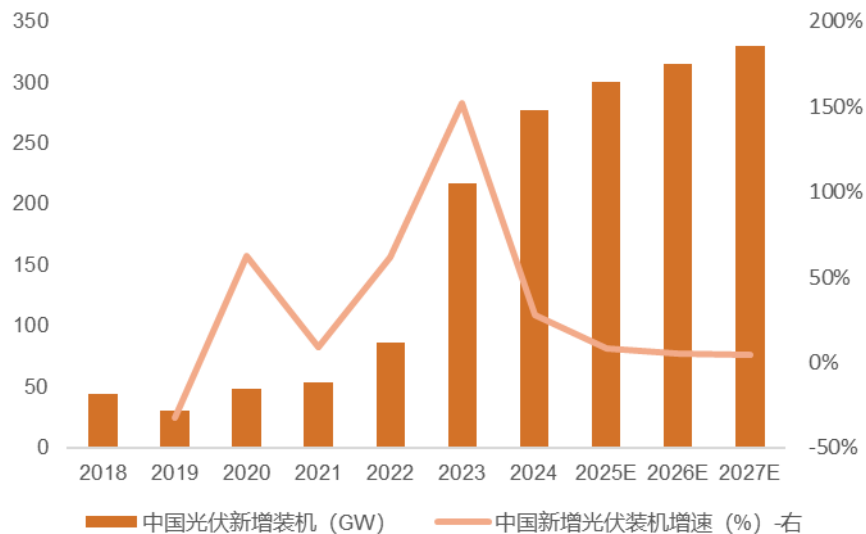


资料来源：wind，华源证券研究所



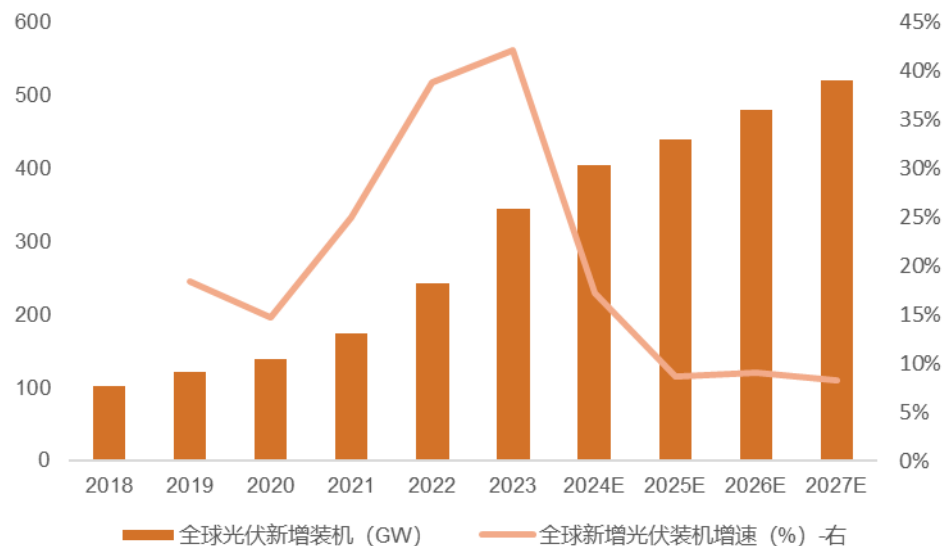
- 光伏装机有望持续增长，并拉动铜需求。铜在光伏产业主要用于连接器、电缆和逆变器等。2024年预计全球光伏新增装机405Gw，其中中国新增装机277Gw，同比增速分别为17%和28%。相对23年增速虽有所下降，但增量依然可观。随着再生能源的持续推进，光伏装机有望持续增长，并拉动铜需求。

图表26：中国光伏新增装机及增速



资料来源：wind，中国光伏行业协会，华源证券研究所

图表27：全球光伏新增装机及增速

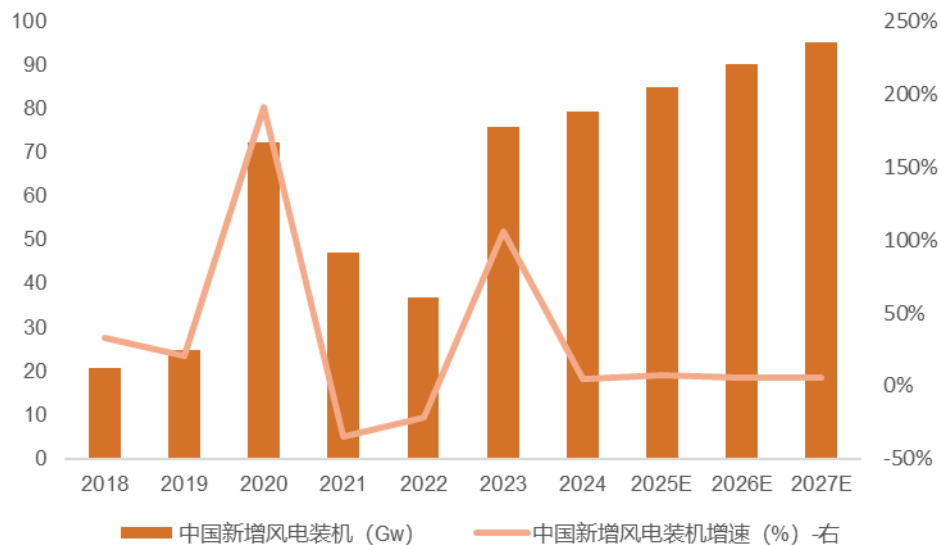


资料来源：wind，电力网，索比光伏网，华源证券研究所



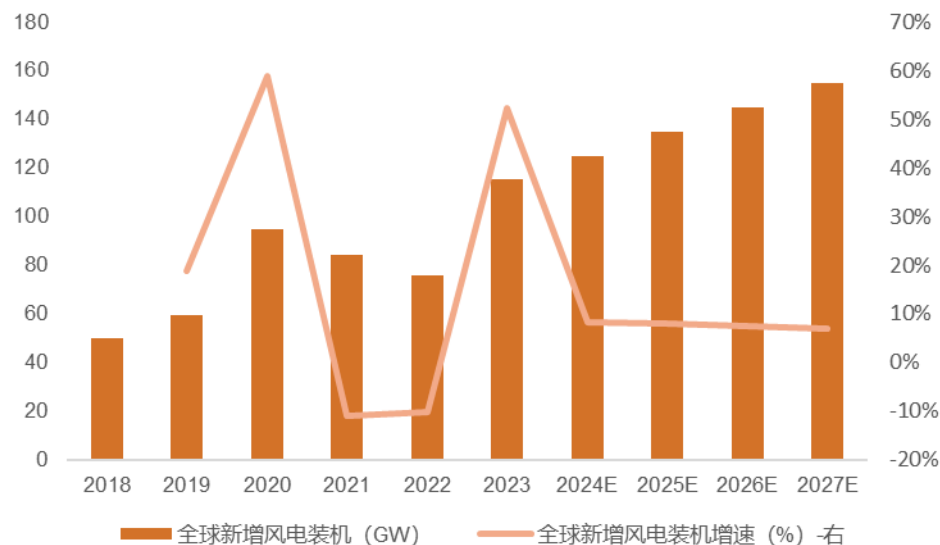
- 风电装机持续，用铜需求稳定增长。铜在风电产业主要用于发电机、变压器、齿轮箱和塔筒电缆等。2024年预计全球风电新增装机125GW，其中中国新增装机79.3GW，同比分别为8%和5%。

图表28：中国风电新增装机及同比增速



资料来源：wind，华源证券研究所

图表29：全球风电新增装机及同比增速

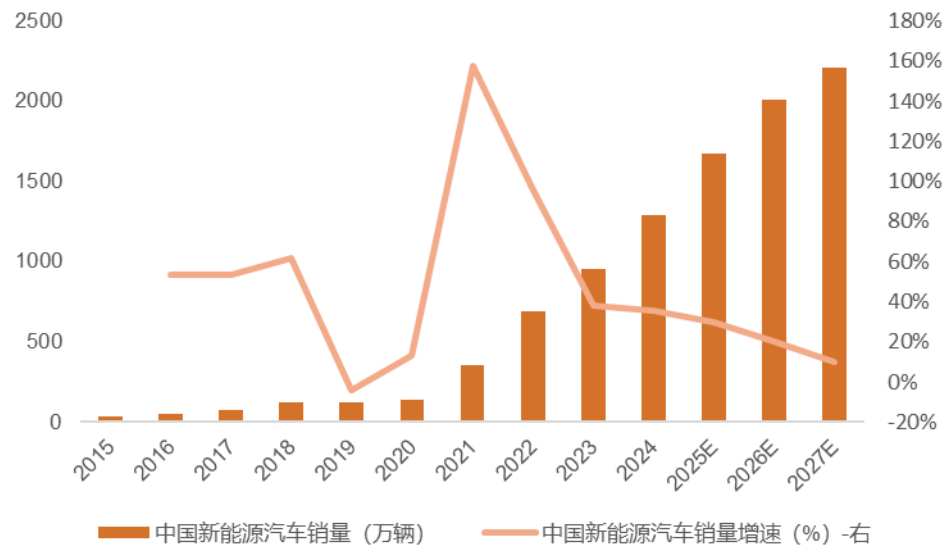


资料来源：wind，华源证券研究所



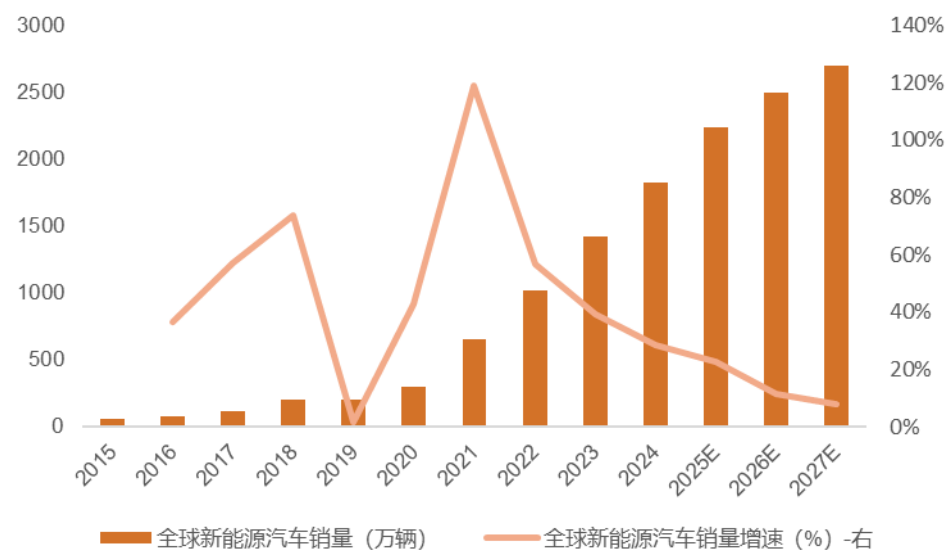
- 新能源汽车持续增长。铜在新能源汽车产业主要用于电池、电机和充电桩等。2024年全球新能源汽车销量1824万辆，其中中国新能源车销量1287万辆。预计到2025年全球及中国新能源车销量有望达到2240和1650万辆。

图表30：中国新能源汽车销量及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

图表31：全球新能源汽车销量及增速



资料来源：iea，EVTank，华源证券研究所



- 整体需求并不悲观。传统需求增速虽然出现一定乏力，但整体需求稳定略有增长，随着风电、光伏以及新能源汽车等新动能需求的增长，铜需求维持持续增长。预计2024-2027年铜需求量分别为2685、2784、2883和2981万吨，增速分别为3.2%、3.7%、3.5%和3.4%，整体需求并不悲观。
- 随着矿端的短缺逐步传导至金属端以及再生铜冶炼增速下降，铜行业整体仍处于紧平衡状态，预计2024-2027年，供需平衡分别为17、7、16和26万吨。

图表32：全球铜消费需求（万吨）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
老动能	2323	2326	2310	2339	2393	2454	2518
中国	1220	1216	1221	1285	1335	1374	1424
电力	644	663	686	791	845	887	932
建筑	167	142	165	122	110	104	104
家电	189	191	210	228	241	247	253
其他	220	220	160	145	140	135	135
海外	1103	1109	1089	1054	1058	1080	1095
新动能	160	204	293	346	391	429	463
光伏	70	97	138	162	176	192	208
风电	51	45	69	75	81	87	93
新能源车	39	61	85	109	134	150	162
需求合计	2482	2530	2603	2685	2784	2883	2981
增速	5.8%	1.9%	2.9%	3.2%	3.7%	3.5%	3.4%

图表33：全球铜供需平衡（万吨）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
铜精矿供给	1727	1771	1800	1853	1927	2015	2113
金属铜供给	2469	2508	2618	2702	2792	2899	3007
再生铜	741	737	818	849	865	884	894
金属铜需求	2482	2530	2603	2685	2784	2883	2981
供需平衡	-14	-21	15	17	7	16	26



- **铜价大幅波动的风险:**铜作为大宗商品，价格具有较强的波动性，铜相关公司的营收、利润与铜价走势高度相关，若铜价出现大幅波动，会导致公司营收大幅波动进而导致公司业绩不及预期的风险；
- **地缘政治导致新项目投产不及预期的风险:**多数矿企铜矿项目位于海外，海外地缘政治等因素或导致新项目投产不及预期，导致公司业绩不及预期的风险；
- **经济波动导致需求大幅下滑的风险:**铜的下游需求与宏观经济高度相关，经济波动或导致铜需求不及预期，进而导致铜价出现大幅波动，导致公司业绩不及预期的风险。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES

评级说明和重要声明

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。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES

评级说明和重要声明

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。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES