

供给端存收紧预期，氧化铝价格底部反弹

——有色金属 大宗金属周报（2025/5/5-2025/5/9）

投资要点：

- **铜：铜价窄幅震荡，等待后续宏观催化。**本周伦铜/沪铜/美铜涨跌幅分别为+0.80%/+0.30%/-0.93%，沪铜在7.7-7.8万之间窄幅震荡，正如我们前期所判断的美国关税造成的流动性冲击缓解后铜价迎来反弹修复，铜价波动率逐步下降，铜价开启震荡。基本面方面，下游开工率虽回落但全球库存加速转移支撑铜价，表现为上期所及LME库存下降而comex库存高增，smm电解铜社会库存12.01万吨，环比降低7.33%，沪铜库存8.07万吨，环比降低9.63%。**短期看，铜价迎来关税造成的流动性冲击后的反弹修复，但反弹空间或受限于关税对需求的影响及美国的衰退预期交易，降波后铜价或迎来震荡，后续等待新的宏观催化，后续重点关注：1)中美贸易博弈进展；2)美国经济和通胀数据可能带来的衰退预期交易；3)美联储降息预期；4)中国财政刺激政策。**建议关注：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、西部矿业。
- **铝：淡季来临，电解铝维持震荡。**1) 氧化铝：供给端扰动，氧化铝底部反弹。本周氧化铝价格涨0.35%至2905元/吨，氧化铝主力合约2509上涨1.59%至2810元/吨。本周氧化铝先跌后涨，下跌原因在于铝土矿继续跌，成本坍塌；后涨的原因在于：a)文丰集团“曲线”上马480万吨氧化铝项目被查；b)几内亚拟撤销阿联酋铝业采矿许可证，供给端收缩造成氧化铝迎来反弹。当前价格仍处于磨底过程中，随着氧化铝亏损的加剧，氧化铝价格或企稳。2) 电解铝：淡季来临，电解铝维持震荡。本周沪铝跌2.0%至1.96万元/吨，电解铝毛利3752元/吨，环比下降9.1%。受美国关税造成的流动性冲击缓解影响，五一前铝价反弹至2万元/吨以上，当这一影响反应完后市场重新交易供需基本面。影响铝价的主线为氧化铝的成本支撑以及库存去化速度（下游需求），本周电解铝随氧化铝先跌后涨，但反弹幅度弱于氧化铝，此次与1月份氧化铝大跌而电解铝不跌，电解铝盈利扩张不同，主要原因在于库存去化开始放缓（1月份库存去化较快），本周现货库存61.90万吨，环比提升0.98%，沪铝库存16.97万吨，环比降低3.52%。5-6月份为传统淡季，光伏抢装结束、关税造成的出口开始放缓，电解铝弱势调整，氧化铝价格或为影响铝价的主要因素，随着氧化铝的企稳，电解铝或维持震荡，电解铝毛利持稳。**建议关注：宏创控股、云铝股份、电投能源、中孚实业、天山铝业、神火股份、中国铝业、焦作万方。**
- **锂：矿端价格延续下滑，锂价继续探底。**本周碳酸锂价格下跌3.97%至6.53万元/吨，锂辉石精矿下跌6.2%至725美元/吨。供给端，澳矿成本下降（Marion矿山一季度FOB成本降至708美金/吨），且矿端仍未看到明显减产现象，锂盐产量持续增长，碳酸锂过剩格局延续。本周碳酸锂产量1.83万吨，环比提升26.7%。SMM周度库存13.16万吨，环比降低0.4%。需求端，关税影响下游出口需求增长预期，排产下游材料厂担忧砍单，维持刚需采购为主。锂价目前处于二次探底阶段，当前锂价下外购矿处于亏损状态，成本支撑下锂价下行空间有限，后续重点关注供给端可能的减产事件以及需求端的边际改善。**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 1.99%，跑赢上证指数 0.07pct.....	6
图表 2: 本周有色板块涨跌幅位居申万板块第 14 名.....	6
图表 3: 有色板块周度涨跌幅.....	6
图表 4: 有色板块涨跌幅前十.....	6
图表 5: 有色板块涨跌幅后十.....	6
图表 6: 申万有色板块 PE、PB 估值水平.....	7
图表 7: 工业金属价格、库存及盈利变动.....	7
图表 8: 铜价格走势（美元/吨—元/吨）.....	8
图表 9: 铜冶炼加工费（美元/吨）.....	8
图表 10: LME 铜库存（吨）.....	8
图表 11: 上期所库存（吨）.....	8
图表 12: 副产硫酸价格走势（元/吨）.....	9
图表 13: 铜冶炼毛利（元/吨）.....	9
图表 14: 铝价格走势（美元/吨—元/吨）.....	9
图表 15: 氧化铝价格走势（元/吨）.....	9
图表 16: 伦铝库存（万吨）.....	9
图表 17: 沪铝库存（万吨）.....	9
图表 18: 预焙阳极价格走势（元/吨）.....	10
图表 19: 电解铝行业毛利（元/吨）.....	10
图表 20: 铅价格走势（美元/吨—元/吨）.....	10
图表 21: 铅期货库存（吨）.....	10
图表 22: 锌价格走势（美元/吨—元/吨）.....	10
图表 23: 锌期货库存（吨）.....	10
图表 24: 锌冶炼加工费（元/吨）.....	11
图表 25: 锌矿企及冶炼毛利润（元/吨）.....	11
图表 26: 锡价格走势（美元/吨—元/吨）.....	11
图表 27: 期货锡库存（吨）.....	11
图表 28: 镍价格走势（美元/吨—元/吨）.....	11

图表 29: 期货镍库存 (吨)	11
图表 30: 镍铁价格走势 (元/镍点)	12
图表 31: 印尼&中国镍铁企业毛利 (元/吨)	12
图表 32: 能源金属价格走势及盈利&价差变化 (数据截至 2025 年 5 月 9 日)	12
图表 33: 锂辉石价格走势(美元/吨)	13
图表 34: 锂云母价格走势(元/吨)	13
图表 35: 碳酸锂价格走势(元/吨)	13
图表 36: 氢氧化锂价格走势(元/吨)	13
图表 37: 以锂辉石为原料的冶炼毛利走势(元/吨)	13
图表 38: 以锂云母为原料的冶炼毛利走势(元/吨)	13
图表 39: MB 钴价格走势 (美元/磅)	14
图表 40: 金属钴价格走势 (万元/吨)	14
图表 41: 硫酸钴价格走势 (万元/吨)	14
图表 42: 四氧化三钴价格走势 (万元/吨)	14
图表 43: 国内钴冶炼厂毛利 (万元/吨)	14
图表 44: 拥有刚果金原料的钴企毛利 (万元/吨)	14

1. 行业综述

1.1. 重要信息

国内外宏观：

美联储 5 月议息会议维持利率不变，符合预期。5 月 8 日，美联储 FOMC 公布利率决议，利率上限为 4.5%，维持不变，符合预期。

美国至 5 月 3 日当周初请失业金人数略低于预期。5 月 8 日，美国至 5 月 3 日当周初请失业金人数为 22.8 万人，预期 23 万人，前值 24.1 万人。

中国央行宣布降准降息。5 月 7 日，中国人民银行行长潘功胜 5 月 7 日在国新办发布会上宣布，降准 0.5 个百分点，并降低政策利率 0.1 个百分点。

重要公告：

1、紫金矿业：拟将紫金黄金国际分拆至香港联交所主板上市。4 月 30 日，公司发布关于筹划境外子公司分拆上市的提示性公告。为加快紫金矿业黄金板块的国际化进程，打造全球一流的国际黄金上市企业，紫金矿业拟将下属境外黄金矿山资产重组至中国香港的全资子公司紫金黄金国际有限公司旗下，并申请将紫金黄金国际分拆至香港联合交易所有限公司主板上市。

2、金诚信：拟收购哥伦比亚 CMH 公司 5% 股权并取得其控制权。5 月 8 日，公司公告称拟追加收购 CMH 公司（即 San Matias 项目公司）5% 的股权并取得其控制权。交易对价包括 1,000 万美元以及或有对价（440 万美元 1,540 万美元）。

1.2. 市场表现

有色板块整体表现：

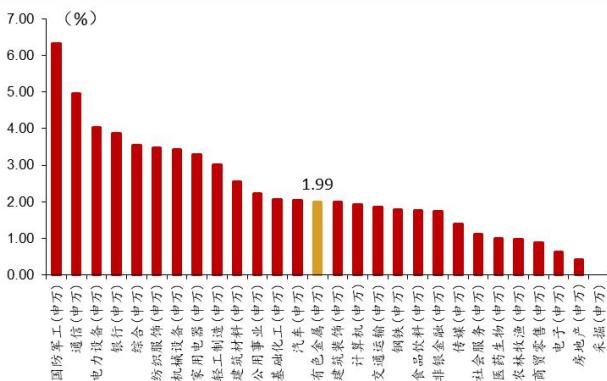
板块表现方面：本周上证指数上涨 1.92%，申万有色板块上涨 1.99%，跑赢上证指数 0.07pct，位居申万板块第 14 名。细分板块方面，钨和稀土板块涨跌幅居前，铜铝板块涨跌幅居后。个股方面，本周涨跌幅前五的股票是：豪美新材、章源钨业、翔鹭钨业、大地熊、盛和资源；涨跌幅后五的股票是：中孚实业、鹏欣资源、云铝股份、索通发展、博迁新材。

图表 1：申万有色板块上涨 1.99%，跑赢上证指数 0.07pct

代码	指数	本周指数	周涨幅 (%)	月涨幅 (%)	年涨幅 (%)
000001.SH	上证指数	3,342.00	1.92	1.92	-0.29
801050.SI	有色(申万)	4,695.15	1.99	1.99	8.73

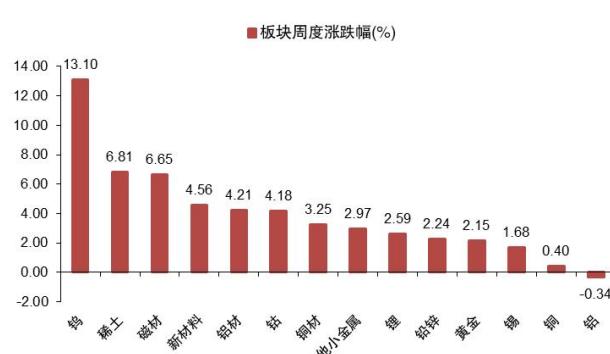
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 2：本周有色板块涨跌幅位居申万板块第 14 名



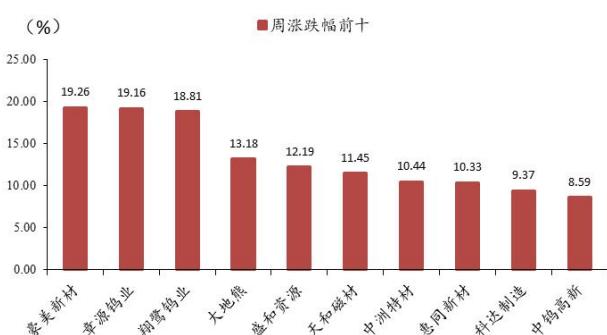
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 3：有色板块周度涨跌幅



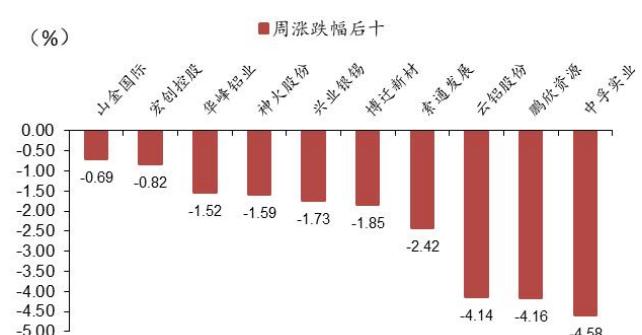
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：有色板块涨跌幅前十



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：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 17.99 倍，本周变动 -1.16 倍，同期万得全 A PE_TTM 为 18.91 倍，申万有色与万得全 A 比值为 95%。

PB_LF 估值：本周申万有色板块 PB_LF 为 2.07 倍，本周变动 0.04 倍，同期万得全 A PB_LF 为 1.54 倍，申万有色与万得全 A 比值为 135%。

图表 6：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）	17.99	-1.16	-1.16	-0.37	2.07	0.04	0.04	0.08
万得全 A	18.91	0.39	0.39	0.37	1.54	0.03	0.03	-0.04
有色/万得全 A	95%	-1.55	-1.55	-0.74	135%	0.01	0.01	0.12

资料来源：wind，华源证券研究所

2. 工业金属

图表 7：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	9432	0.80%	2.45%	6.93%
	沪铜价格	元/吨	77450	0.30%	0.30%	4.99%
	伦铜库存	吨	191775	-2.80%	-4.18%	-29.34%
	沪铜库存	吨	80705	-9.63%	-9.63%	8.81%
	散单冶炼费	美元/吨	-44	8.19%	8%	-750.75%
	副产硫酸均价	元/吨	568	0.29%	0.29%	42.17%
	冶炼毛利	元/吨	-2764	5.16%	5.16%	145.26%
铝	伦铝价格	美元/吨	2412	-0.45%	-0.74%	-5.04%
	沪铝价格	元/吨	19585	-2.00%	-2.00%	-1.04%
	伦铝库存	万吨	40	-1.95%	-2.89%	-36.86%
	沪铝库存	万吨	17	-3.52%	-3.52%	-15.67%
	现货库存	万吨	62	0.98%	0.98%	26.84%
	氧化铝	元/吨	2905	0.35%	0.35%	-48.40%
	预焙阳极	元/吨	5120	-6.40%	-6.40%	27.36%
铅	铝企毛利	元/吨	3752	-9.12%	-9.12%	-573.51%
	伦铅价格	美元/吨	1978	1.07%	0.66%	1.12%
	沪铅价格	元/吨	16790	-0.39%	-0.39%	0.15%
	伦铅库存	吨	253425	-4.05%	-4.58%	3.98%
锌	沪铅库存	吨	49504	5.81%	5.81%	-4.47%
	伦锌价格	美元/吨	2645	1.19%	0.40%	-11.66%
	沪锌价格	元/吨	22250	-1.13%	-1.13%	-12.09%
	伦锌库存	吨	170325	-2.00%	-2.82%	-27.49%
	沪锌库存	吨	47102	-2.84%	-2.84%	55.78%
	锌冶炼加工费	元/吨	3500	1.45%	1.45%	112.12%
	矿企毛利	元/吨	7660	-2.07%	-2.07%	-35.16%

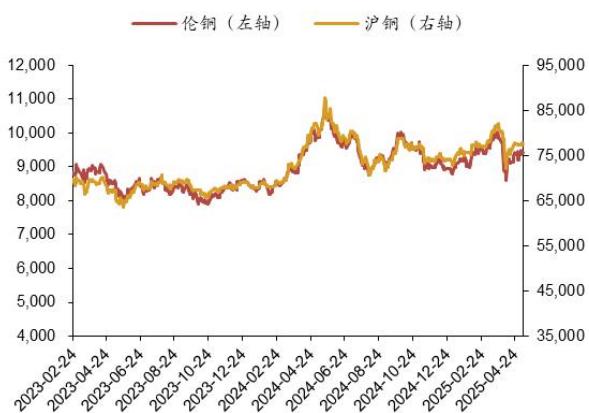
	冶炼毛利	元/吨	40	122.22%	122.22%	-104.07%
锡	伦锡价格	美元/吨	31650	2.11%	-0.39%	8.76%
	沪锡价格	元/吨	260880	-0.35%	-0.35%	6.07%
	伦锡库存	吨	2705	1.88%	-1.81%	-43.65%
	沪锡库存	吨	8719	-2.13%	-2.13%	29.71%
镍	伦镍价格	美元/吨	15615	0.74%	0.42%	2.06%
	沪镍价格	元/吨	123660	-0.30%	-0.30%	-0.73%
	伦镍库存	吨	197670	-1.37%	-1.81%	21.95%
	沪镍库存	吨	27808	-3.02%	-6.01%	-21.42%
	镍铁 (10-15%)	元/镍点	945	-2.07%	-2.07%	0.00%
	国内镍铁企业盈利	元/吨	5687	-24.87%	-30.76%	-15.75%
	印尼镍铁企业盈利	元/吨	24790	-6.52%	-7.85%	-2.49%

资料来源: wind, 华源证券研究所

2.1. 铜

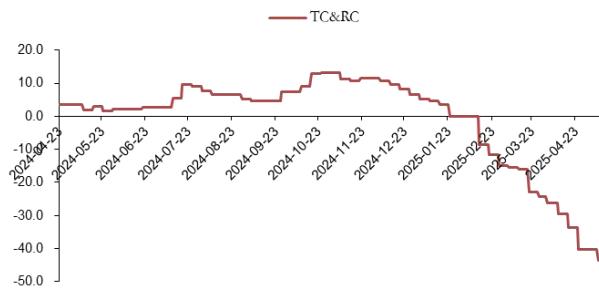
本周伦铜上涨 0.80%，沪铜上涨 0.30%；伦铜库存下跌 2.80%，沪铜库存下跌 9.63%。
 冶炼费 -43.6 美元/吨；硫酸价格上涨 0.29%，铜冶炼毛利为-2764 元/吨，亏损扩大。

图表 8: 铜价格走势 (美元/吨-元/吨)



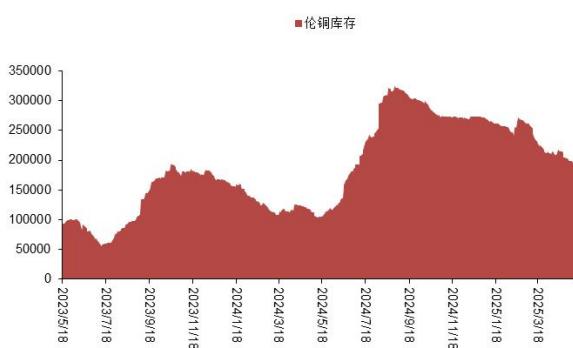
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 9: 铜冶炼加工费 (美元/吨)



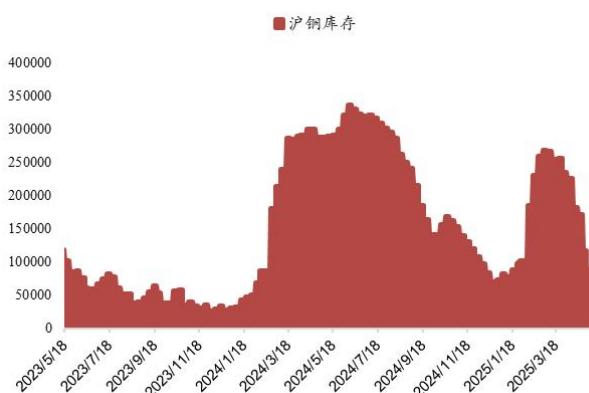
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 10: LME 铜库存 (吨)

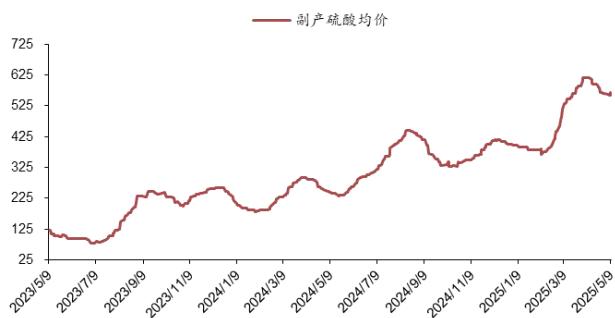


资料来源: wind, 华源证券研究所

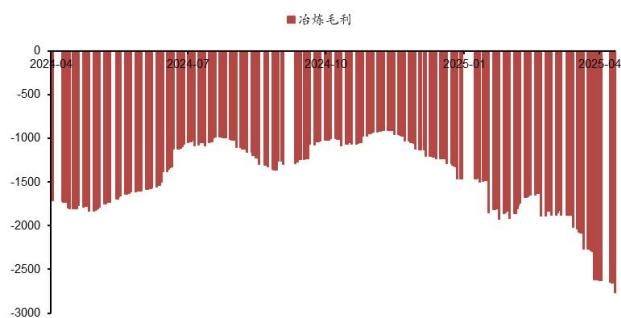
图表 11: 上期所库存 (吨)



资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 12: 副产硫酸价格走势 (元/吨)


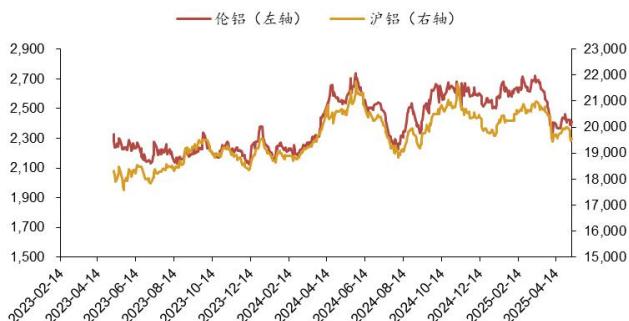
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 13: 铜冶炼毛利 (元/吨)


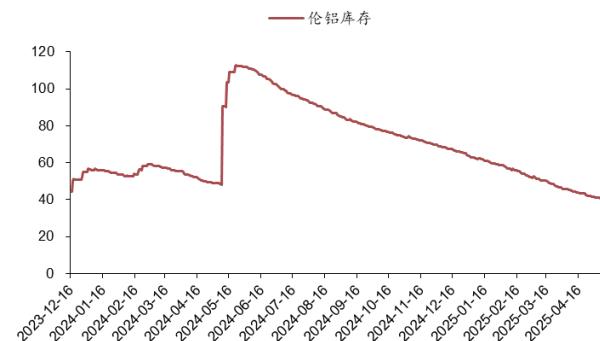
资料来源: wind, 华源证券研究所

2.2. 铝

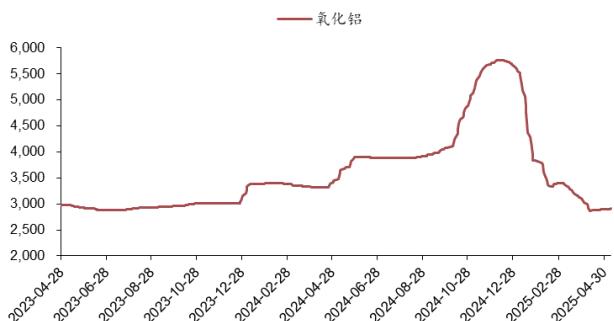
本周伦铝下跌 0.45%，沪铝下跌 2.00%；库存方面，伦铝库存下跌 1.95%、沪铝库存下跌 3.52%，现货库存上涨 0.98%；原料方面，本周氧化铝价格上涨 0.35%，阳极价格下跌 6.40%，铝企毛利下跌 9.12%至 3752 元/吨。

图表 14: 铝价格走势 (美元/吨-元/吨)


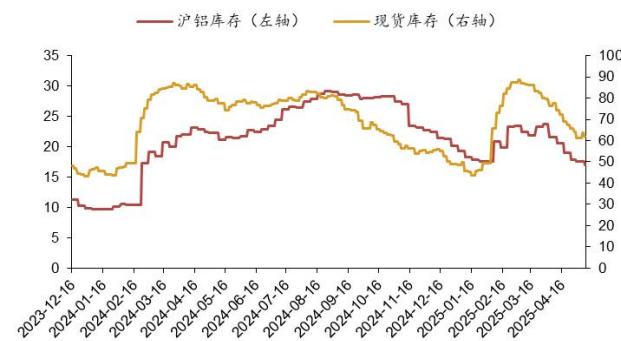
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 16: 伦铝库存 (万吨)


资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 15: 氧化铝价格走势 (元/吨)


资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 17: 沪铝库存 (万吨)


资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 18: 预焙阳极价格走势 (元/吨)

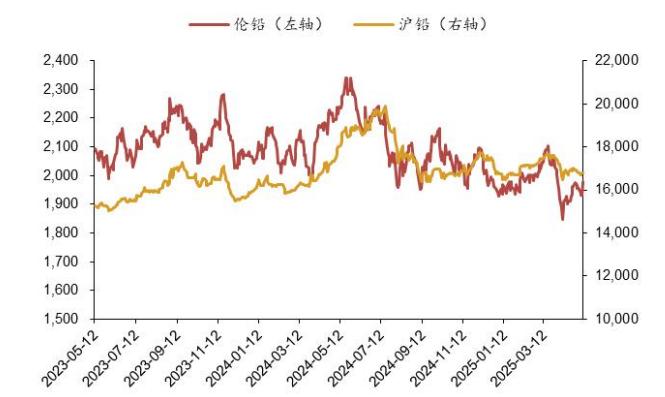

资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 19: 电解铝行业毛利 (元/吨)

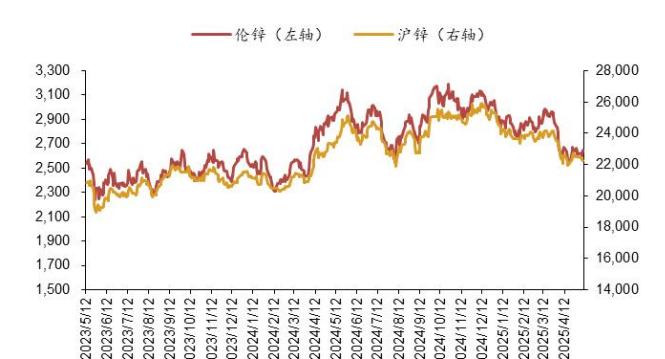

资料来源: wind, 华源证券研究所

2.3. 铅锌

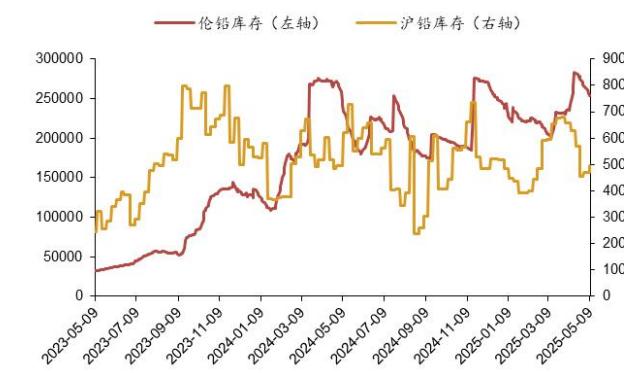
本周伦铅价格上涨 1.07%、沪铅下跌 0.39%；库存方面，伦铅库存下跌 4.05%，沪铅上涨 5.81%。本周伦锌价格上涨 1.19%，沪锌价格下跌 1.13%；库存方面，伦锌下跌 2.00%，沪锌下跌 2.84%；冶炼加工费上涨 1.45% 至 3500 元/吨；矿企毛利下跌 2.07% 至 7660 元/吨、冶炼毛利为 40 元/吨，盈利扩大。

图表 20: 铅价格走势 (美元/吨-元/吨)


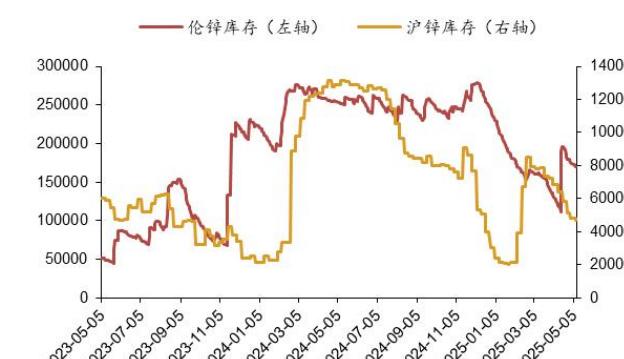
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 22: 锌价格走势 (美元/吨-元/吨)


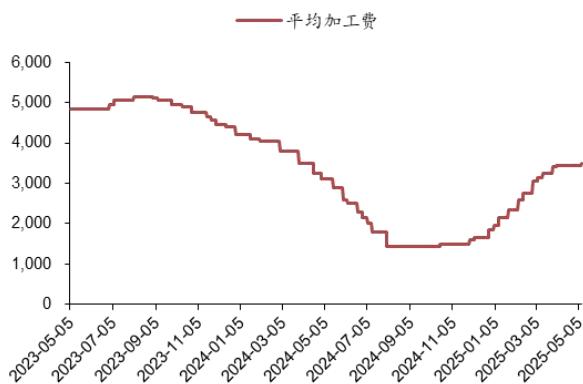
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 21: 铅期货库存 (吨)


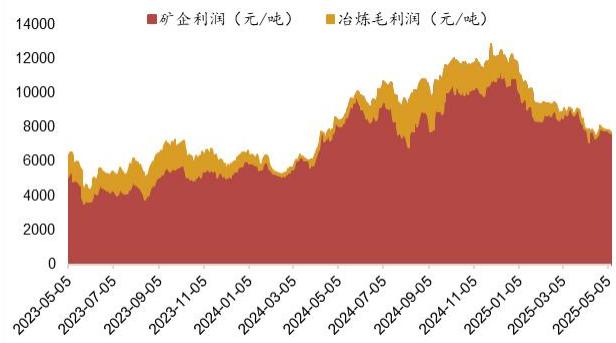
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 23: 锌期货库存 (吨)


资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 24: 锌冶炼加工费 (元/吨)


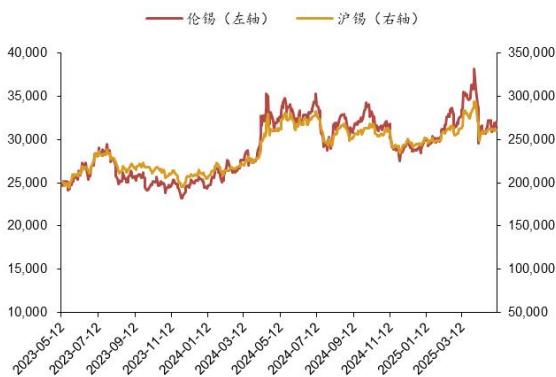
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 25: 锌矿企及冶炼毛利润 (元/吨)


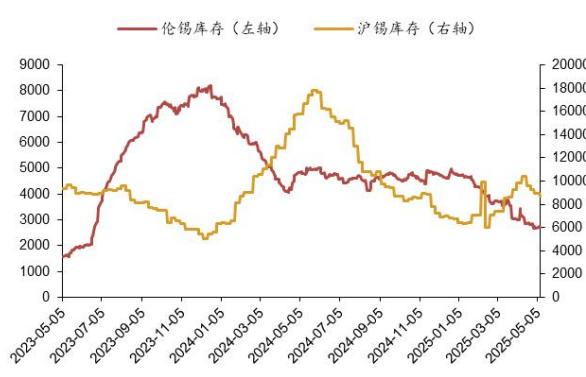
资料来源: wind, 华源证券研究所

2.4. 锡镍

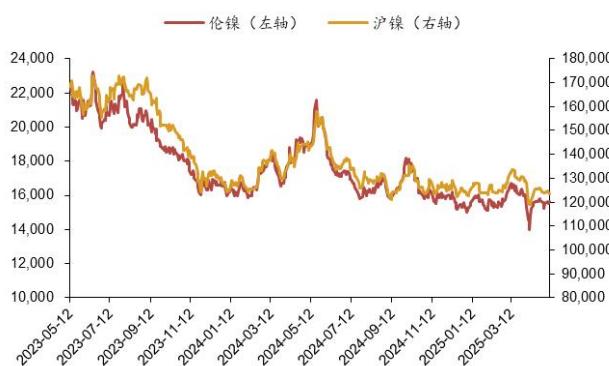
本周伦锡价格上涨 2.11%，沪锡价格下跌 0.35%；库存方面，伦锡库存上涨 1.88%，沪锡库存下跌 2.13%；本周伦镍价格上涨 0.74%，沪镍价格下跌 0.30%；伦镍库存下跌 1.37%，沪镍库存下跌 3.02%；镍铁价格下跌 2.07%；国内镍铁企业盈利为 5687 元/吨，盈利缩窄，印尼镍铁企业盈利下跌 6.52% 至 24790 元/吨。

图表 26: 锡价格走势 (美元/吨-元/吨)


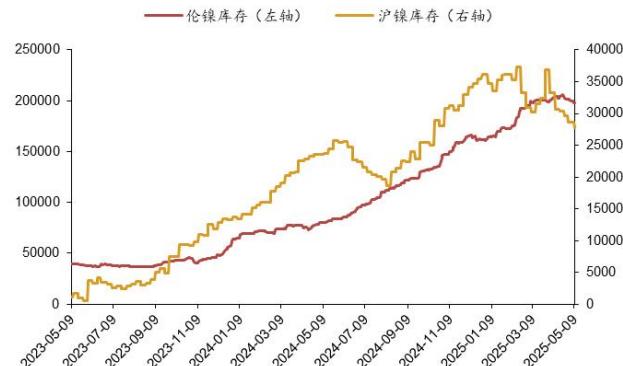
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 27: 期货锡库存 (吨)


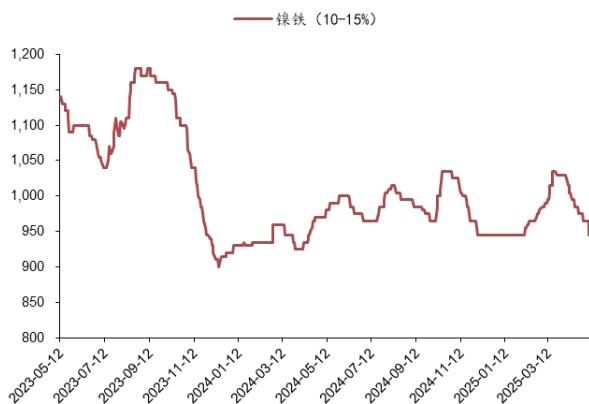
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 28: 镍价格走势 (美元/吨-元/吨)


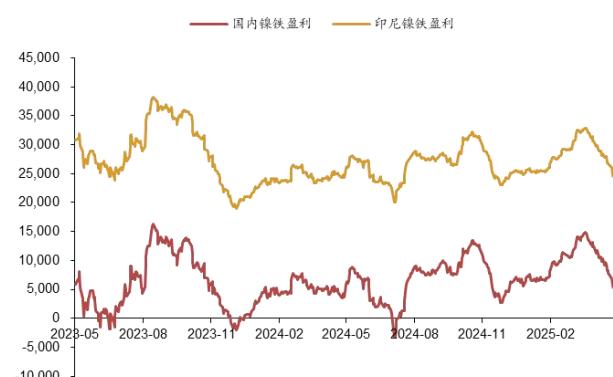
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 29: 期货镍库存 (吨)


资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 30：镍铁价格走势（元/镍点）


资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 31：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 32：能源金属价格走势及盈利&价差变化（数据截至 2025 年 5 月 9 日）

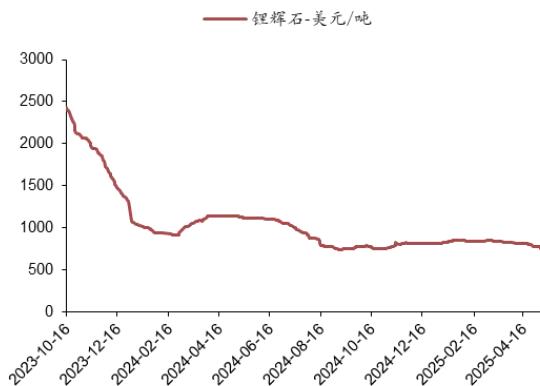
	单位	价格	本周变动	本月变动	年初至今
锂	锂辉石	美元/吨	725	-6.21%	-6.21%
	锂云母	元/吨	1385	-9.18%	-9.18%
	碳酸锂	元/吨	65250	-3.97%	-3.97%
	氢氧化锂	元/吨	66310	-1.92%	-1.92%
	碳酸锂毛利-锂辉石	元/吨	-2857	-9.46%	-9.46%
	碳酸锂毛利-锂云母	元/吨	-1882	-37.12%	-37.12%
钴	MB 钴	美元/磅	15.9	0.63%	0.32%
	金属钴	万元/吨	24.30	0.00%	0.00%
	硫酸钴	万元/吨	4.93	-0.16%	-0.16%
	四钴	万元/吨	20.90	-0.36%	-0.36%
	国内冶炼厂毛利	万元/吨	4.03	0.00%	0.00%
	刚果原料钴企毛利	万元/吨	9.26	-0.45%	-0.22%
镍锰	硫酸锰	万元/吨	0.59	0.00%	0.00%
	硫酸镍	万元/吨	2.80	0.00%	0.00%
	硫酸镍相对金属镍溢价	万元/吨	0.06	192.49%	192.49%
	硫酸镍相对镍铁溢价	万元/吨	2.97	0.00%	7.21%
	轻稀土矿	万元/吨	3.42	2.70%	2.70%
	中重稀土矿	万元/吨	18.50	3.06%	3.06%
稀土永磁	氧化镨钕	万元/吨	42.30	2.92%	2.92%
	氧化镝	万元/吨	164.50	2.81%	2.81%
	氧化铽	万元/吨	707.50	5.05%	5.05%
	钕铁硼	万元/吨	17.60	0.57%	0.57%
	氧化镨钕盈利	万元/吨	5.44	3.86%	3.86%
	钕铁硼盈利	万元/吨	2.01	-3.65%	-3.65%

资料来源：wind, 华源证券研究所

3.1. 锂

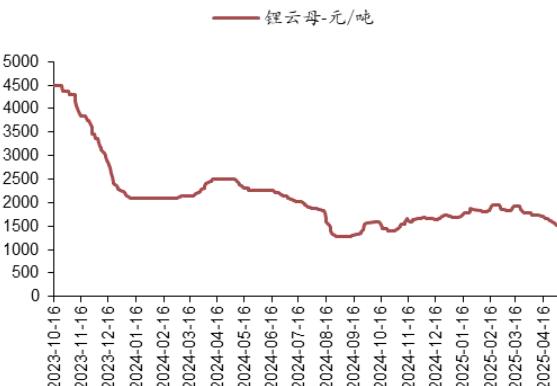
本周锂辉石价格下跌 6.21%至 725 美元/吨，锂云母价格下跌 9.18%至 1385 元/吨，碳酸锂价格下跌 3.97%至 65250 元/吨，氢氧化锂价格下跌 1.92%至 66310 元/吨，以锂辉石为原料的冶炼毛利为-2857 元/吨，以锂云母为原料的冶炼毛利为-1882 元/吨。

图表 33：锂辉石价格走势(美元/吨)



资料来源：SMM，华源证券研究所

图表 34：锂云母价格走势(元/吨)



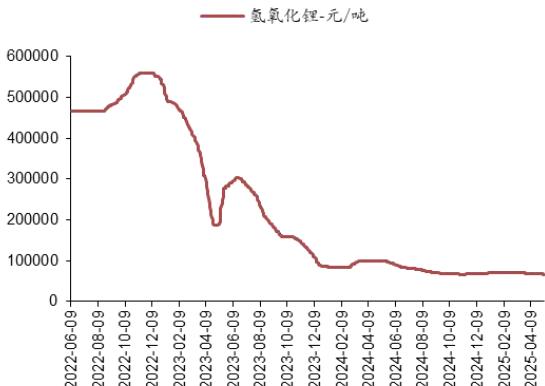
资料来源：SMM，华源证券研究所

图表 35：碳酸锂价格走势(元/吨)



资料来源：SMM，华源证券研究所

图表 36：氢氧化锂价格走势(元/吨)



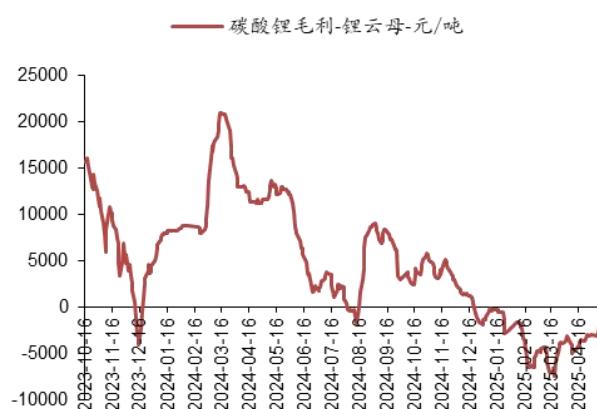
资料来源：SMM，华源证券研究所

图表 37：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 38：以锂云母为原料的冶炼毛利走势(元/吨)



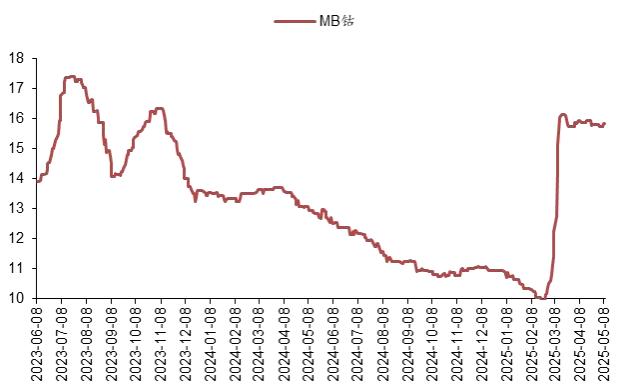
资料来源：SMM，华源证券研究所

3.2. 钴

本周海外 MB 钴价上涨 0.63% 为 15.85 美元/磅，国内电钴价格持平为 24.30 万元/吨，国内外价差 1.37 万元/吨(国外-国内)。硫酸钴下跌 0.16% 至 4.93 万元/吨，硫酸钴相对金属钴溢价 -0.24 万元/吨，四钴价格跌 0.36% 至 20.90 万元/吨，四钴相对金属钴溢价 3.94 万元/吨。

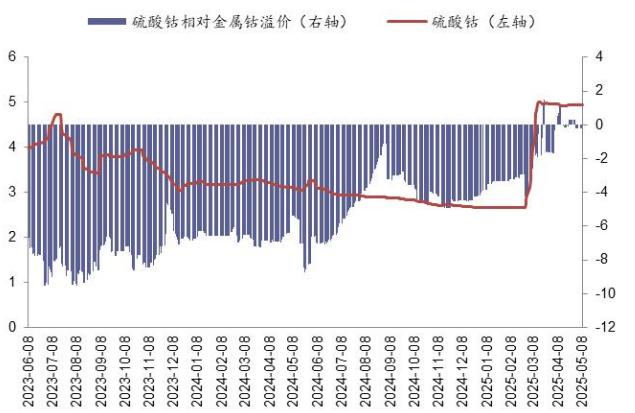
国内冶炼厂毛利持平为 4.03 万元/吨；刚果原料钴企毛利下跌 0.45% 至 9.26 万元/吨。

图表 39：MB 钴价格走势 (美元/磅)



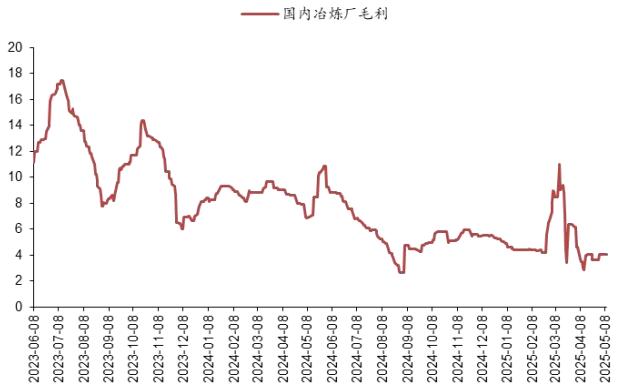
资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 41：硫酸钴价格走势 (万元/吨)



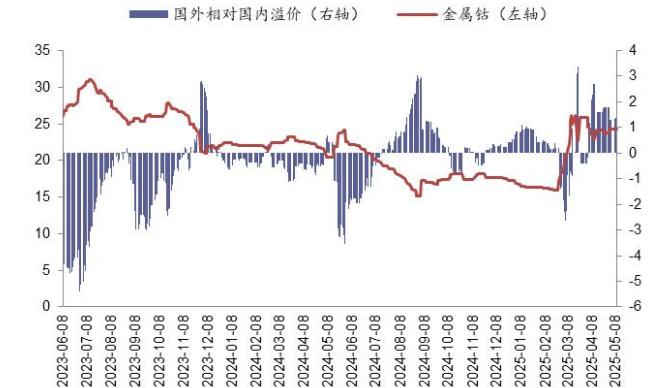
资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 43：国内钴冶炼厂毛利 (万元/吨)



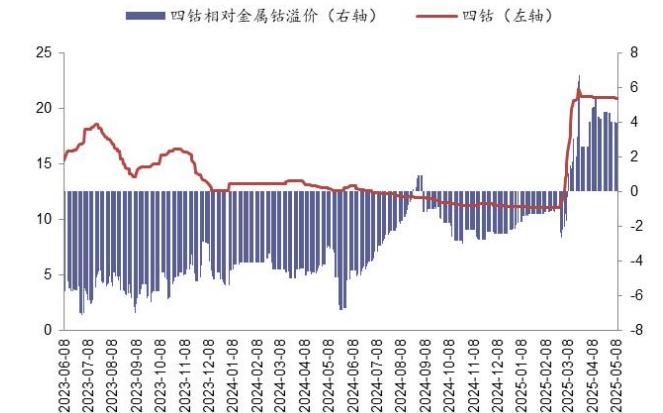
资料来源：wind, SMM, 华源证券研究所

图表 40：金属钴价格走势 (万元/吨)



资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 42：四氧化三钴价格走势 (万元/吨)



资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 44：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。