

实物资产的时代：把握工业金属投资机会

投资评级：推荐（维持）

---有色金属行业2026年投资策略报告

华龙证券研究所 有色金属行业

分析师：景丹阳

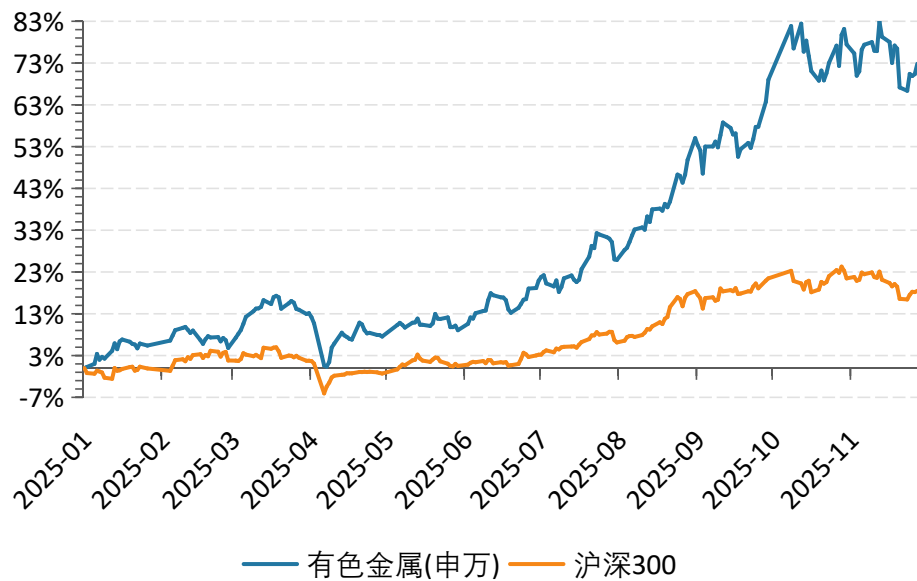
SAC执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzq.com

2025年12月22日

证券研究报告

2025. 1. 2-2025. 11. 28 市场走势



相对沪深300表现 (2025. 11. 28) (单位：%)

表现	1M	3M	12M
有色金属行业	-2.6	15.3	60.3
沪深300	-2.5	0.7	14.7

相关报告

《有色金属行业2025年三季度报综述：宏观宽松预期叠加不确定性增强，有色行业整体表现亮眼》 2025. 11. 20

报告摘要

- 在地缘对抗升级、全球经济增长失速、资源民族主义抬头背景下，有色金属景气度持续提升，主要金属品种价格持续走高。我们认为金属景气度有望维持，维持行业“推荐”评级。
- 2025年前11个月，黄金月均价较2024年全年均价上涨40.75%，白银上涨33.69%，铜上涨7.25%，铝上涨7.96%。2025年前三季度，有色金属行业实现收入2.82万亿元，同比增长9.3%；实现归母净利润1512.88亿元，同比增长41.55%。年初至今（2025年11月底），申万有色金属行业指数（72.81%）大幅跑赢沪深300指数（18.49%）。
- **黄金：价格锚历史性变动，趋势仍未结束，投资需求决定后续空间。**黄金与长期美债实际利率的负相关框架解释力逐步弱化，其背后是美元及美国信用的弱化，黄金作为避险资产的性质得到加强，成为全球范围内最佳避险资产。因此，黄金将进一步锚定地缘政治与全球秩序，定价全球不确定性。从资金方面看，2025年黄金涨势由多种需求共同推动，其中ETF资金取代央行资金成为主要推动力量，后续空间取决于投资需求的持续性。建议关注：紫金矿业（601899.SH）、山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）、赤峰黄金（600988.SH）。
- **铜：供需错配的预期转向现实？**品位降低和激励价格压制导致矿端供给刚性，因此铜中期的供应偏紧。出于地缘政治和供应链安全考虑的资源民族主义人为将供应链进一步撕裂、错配，加剧了供给紧张，市场普遍预期2026年前后，精炼铜将出现供需关系拐点，随后转入紧缺。需求方面，美国2026年经济增速预期良好，美联储当前“预防性降息”的思路为软着陆提供多一层保障。同时，市场对2026年中国铜需求较乐观，预期将保持一定韧性。在供需关系趋势性转折的节点上，供给提供支撑，需求恢复情况将决定铜价弹性，我们看好2026年以铜为代表的工业金属表现。建议关注：紫金矿业（601899.SH）、洛阳钼业（603993.SH）、西部矿业（601168.SH）、铜陵有色（000630.SZ）、金诚信（603979.SH）、海亮股份（002203.SZ）。
- 风险提示：海外通胀波动风险；美联储独立性存不确定性；海外地缘政治风险；特朗普经济政策落地进度存不确定性；数据引用风险。

重点公司盈利预测表

股票代码	股票简称	2025/12/19	EPS (元)				PE				投资
		股价 (元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	评级
000630.SZ	铜陵有色	5.46	0.22	0.26	0.38	0.43	14.7	21.0	14.4	12.7	未评级
002203.SZ	海亮股份	11.78	0.35	0.63	1.18	1.4	19.2	18.7	10.0	8.4	买入
600489.SH	中金黄金	22.87	0.7	1.09	1.44	1.69	17.2	21.0	15.9	13.5	未评级
600547.SH	山东黄金	36.42	0.66	1.44	1.78	2.09	34.3	25.3	20.5	17.4	未评级
600988.SH	赤峰黄金	31.95	1.06	1.63	2.06	2.42	14.7	19.6	15.5	13.2	未评级
601168.SH	西部矿业	25.65	1.23	1.62	1.83	2.04	13.1	15.8	14.0	12.6	未评级
601899.SH	紫金矿业	31.12	1.21	1.63	1.85	2.14	18.6	19.1	16.8	14.5	增持
603979.SH	金诚信	74.56	2.54	3.8	4.42	5.23	14.3	19.6	16.9	14.3	未评级
603993.SH	洛阳钼业	18.36	0.63	0.87	1.07	1.17	10.6	21.1	17.2	15.7	未评级

数据来源: Wind, 华龙证券研究所 (紫金矿业、海亮股份盈利预测来自华龙证券研究所, 其他来自万得一致预期)

目录

1

行业走势回顾

2

贵金属：上涨动力能否持续？

3

铜：预期转向现实

4

投资建议

5

风险提示

- **时代底色：**百年未有之大变局，政治经济秩序震荡，不确定性显著提升。原有国际秩序被单边主义、现实主义和国家优先原则取代，地缘政治对抗升级，贸易摩擦与军事冲突全球政治经济秩序被打碎、重建，全球范围内寻求确定性的需求显著增长。
- **全球增长受制：**一方面全球范围内全要素生产率下降，主要经济体面临增长乏力、债务高企、信用透支风险；另一方面新一轮科技革命和产业变革突破加速，科技竞赛加速，可能进一步加剧国家地区间发展不均衡和不平等。
- **货币政策与流动性：**主要央行货币政策或持续宽松，流动性持续充裕背景下，有色金属受益。
- **实物资产的崛起？**地缘政治对抗升级、供应链割裂重建、流动性宽裕背景下，以实物为锚相比货币拥有更强可靠性，包括贵金属、工业金属等在内的具备一定储备性质的资产估值有望不断提升。

- 在全球秩序松动变革、地缘对抗升级背景下，贵金属表现最为亮眼，2025年贵金属走出一波强势单边上涨行情。黄金前11个月均价较2024年全年均价上涨40.75%，白银前11个月均价较2024年全年均价上涨33.69%。

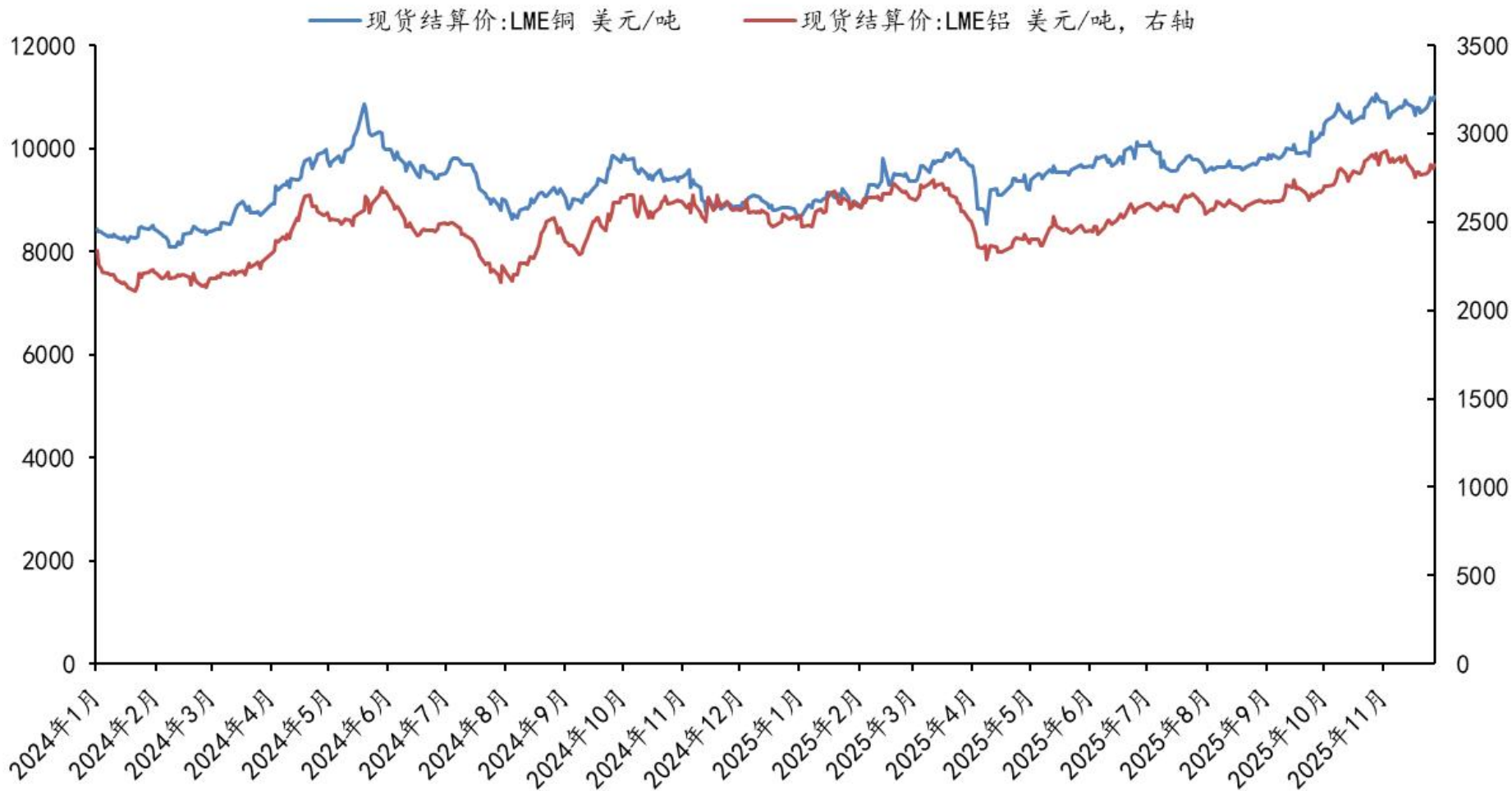
图1：伦敦金、伦敦银2025年强势上涨



数据来源：Wind，华龙证券研究所

- 相较之下，铜、铝等工业金属下方支撑较强，价格中枢持续上抬。伦敦铜现货结算价前11个月均价较2024年全年均价上涨7.25%，伦敦铝现货结算价前11个月均价较2024年全年均价上涨7.96%。

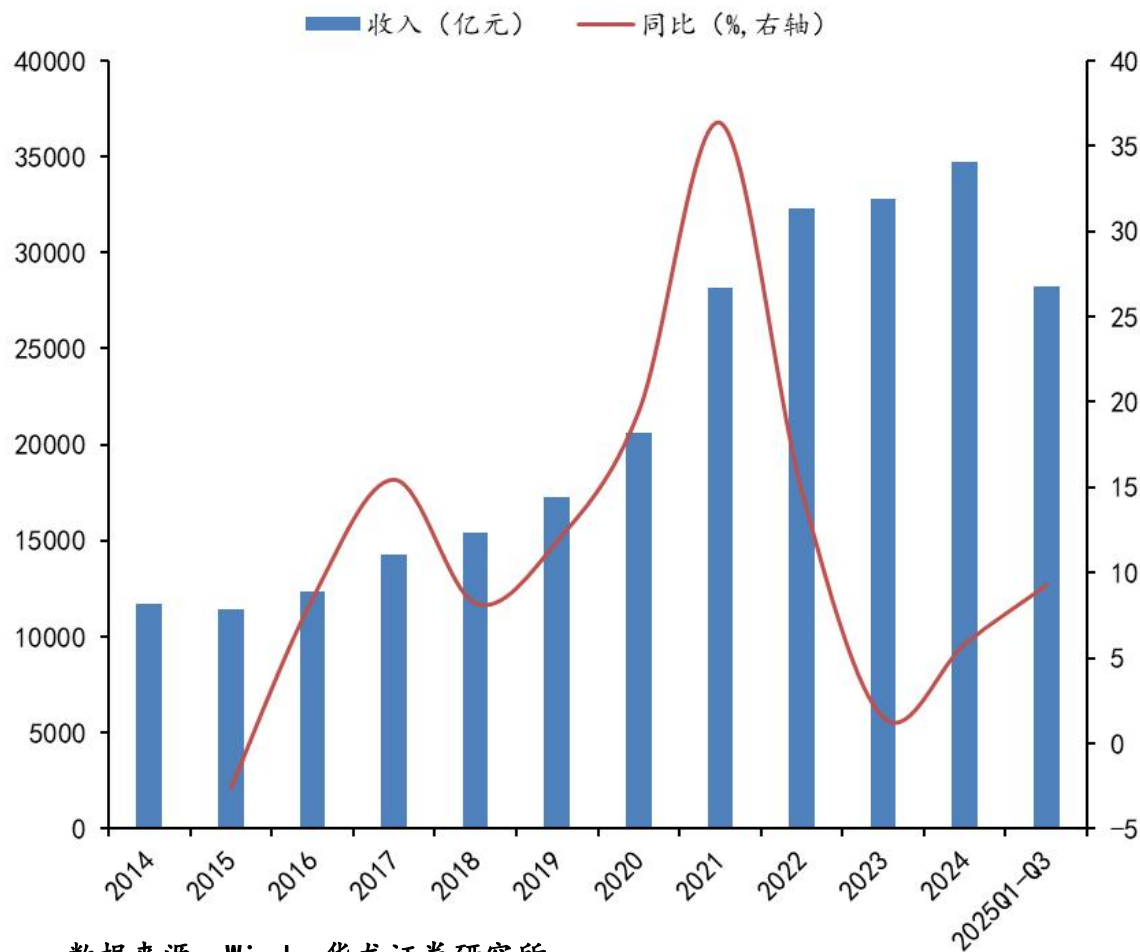
图2：伦敦铜、伦敦铝2025年价格中枢持续上抬



数据来源：Wind，华龙证券研究所

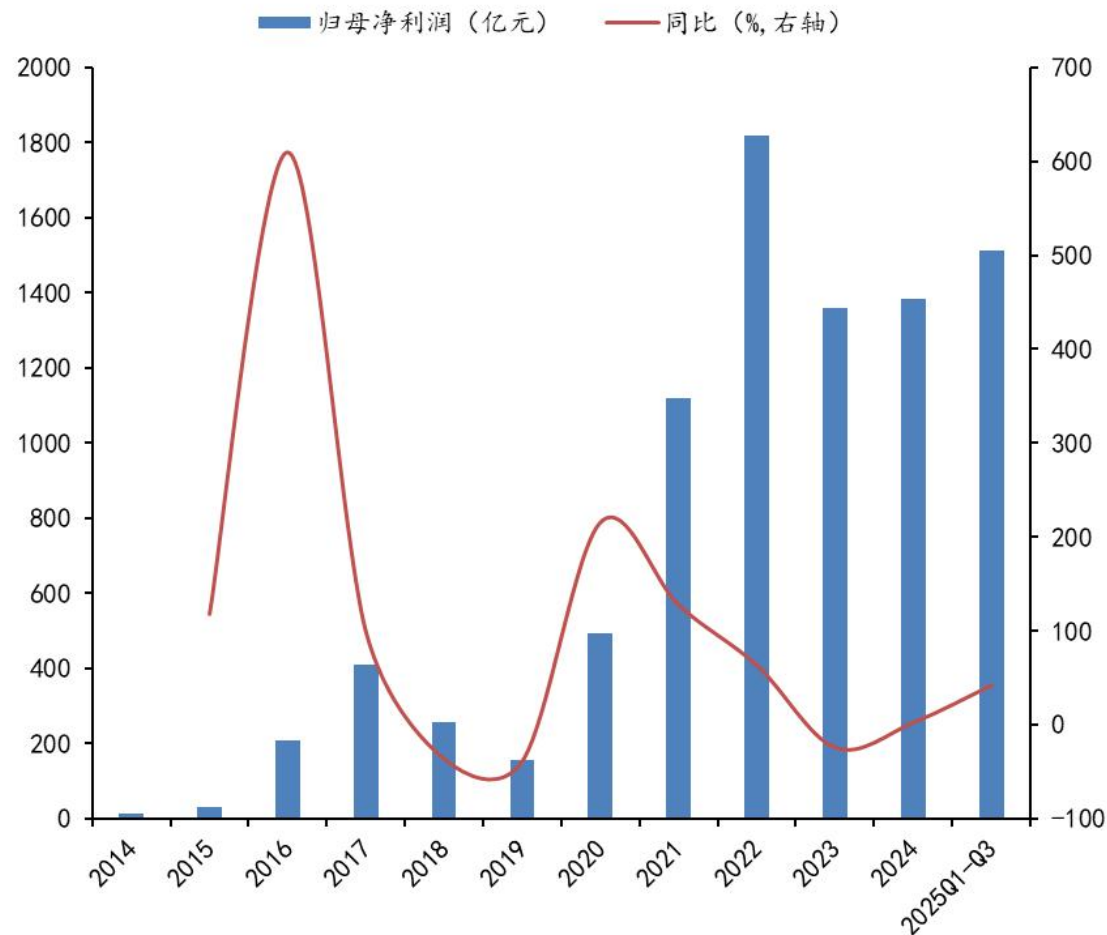
- 在金属价格支撑下，2025年前三季度，A股有色金属行业实现收入2.82万亿元，同比增长9.3%；实现归母净利润1512.88亿元，同比增长41.55%，增速均大幅提升。

图3：有色金属行业收入变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图4：有色金属行业归母净利润变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

- 行业整体景气度提升，利润增长快于收入。2025年前三季度，板块5个细分子行业均实现收入利润同比双增，景气度提升确定性强。除金属新材料收入利润增速基本持平外，其他4个子行业利润增速均显著快于收入增速，显示行业景气度仍在提升中，有望持续。
- 能源金属拐点明确，贵金属、工业金属表现稳定。能源金属经历周期底部后，前三季度收入增速转正，利润大幅增长超3倍，拐点明确，景气度大幅提升。贵金属、工业金属均实现利润增速大于收入增速，仍在高景气区间，有望持续。

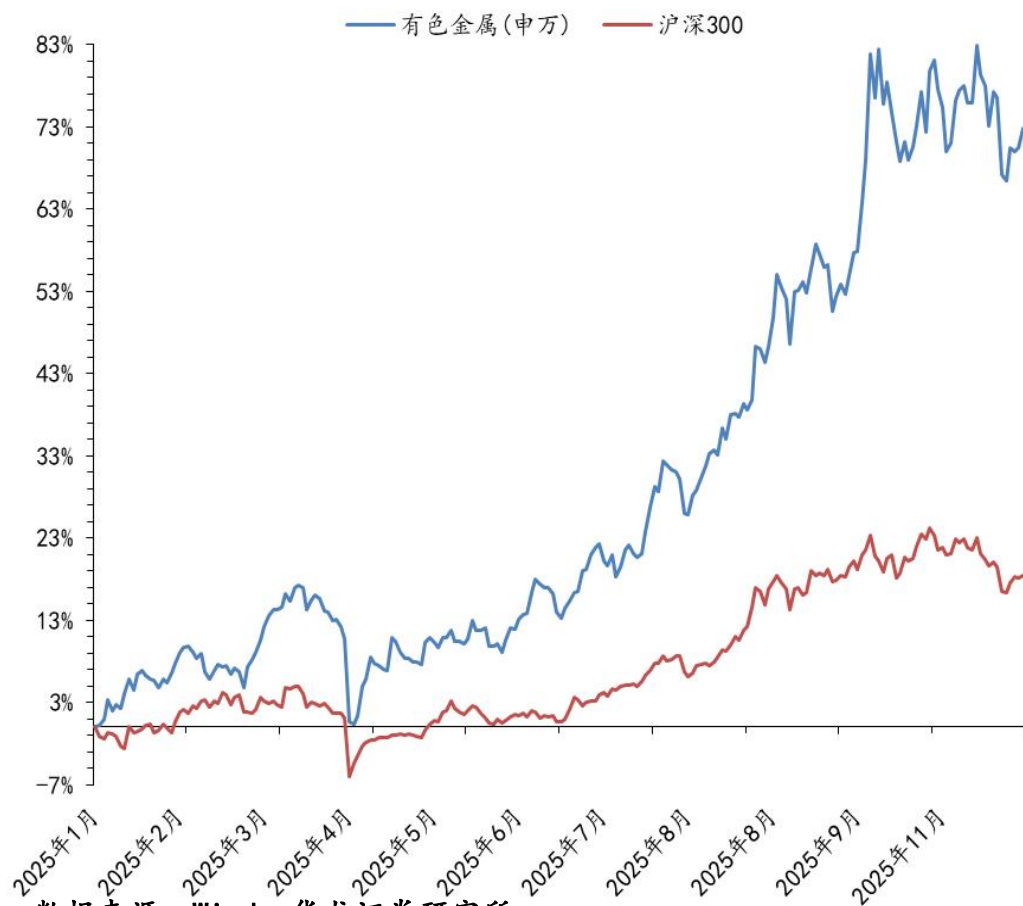
表1：有色金属二级子行业2025年三季度收入、利润变化情况

	收入			归母净利润		
	2024Q1-Q3 (亿元)	2025Q1-Q3 (亿元)	同比 (%)	2024Q1-Q3 (亿元)	2025Q1-Q3 (亿元)	同比 (%)
贵金属	2218.46	2995.43	35.02	90.73	147.26	62.31
工业金属	19809.44	20888.77	5.45	828.70	1097.81	32.47
能源金属	1147.15	1297.95	13.15	20.12	97.68	385.53
金属新材料	780.18	845.11	8.32	42.71	46.23	8.26
小金属	1863.89	2193.69	17.69	86.57	123.90	43.12

数据来源：Wind，华龙证券研究所

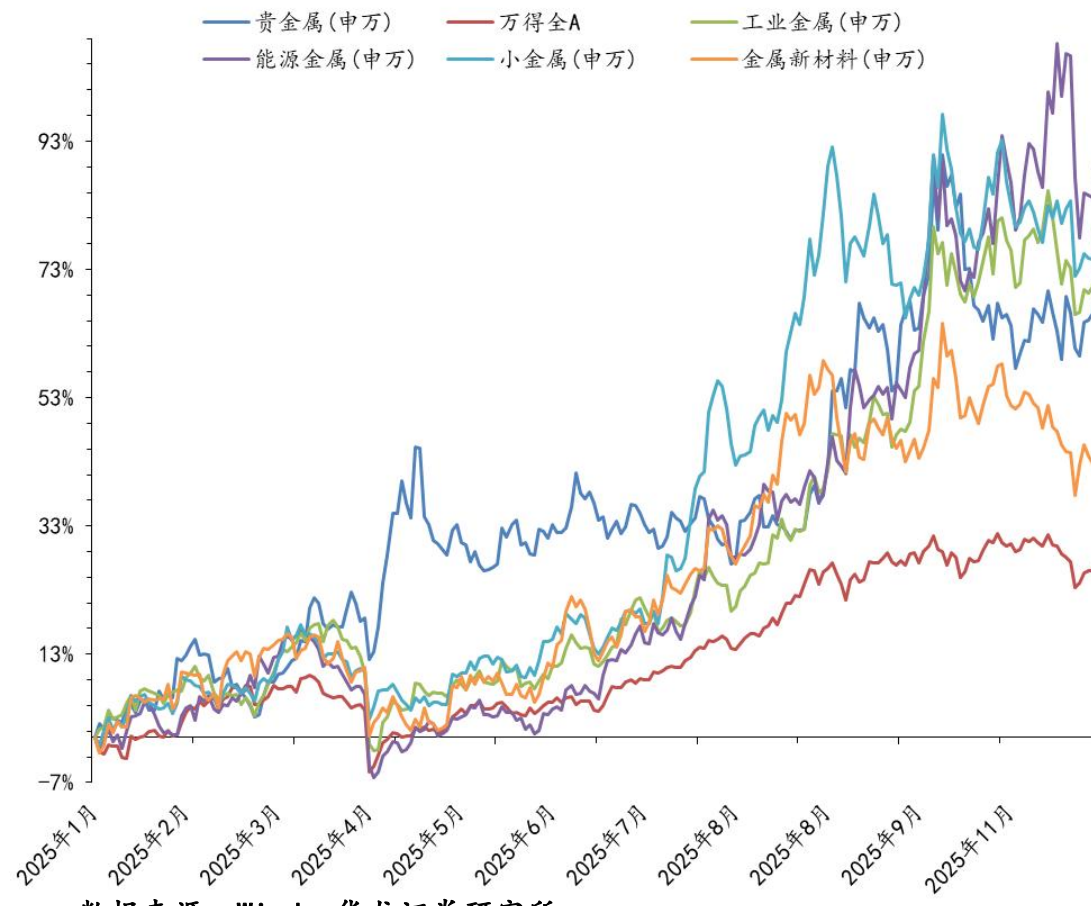
- 年初至今（2025年11月底），申万有色金属行业指数（72.81%）在行业景气度及盈利改善支撑下，大幅跑赢沪深300指数（18.49%）。
- 分子行业看，申万有色金属二级子行业指数均跑赢大盘指数。其中贵金属（68.55%）上半年涨幅领先，下半年能源金属（89.14%）、小金属（79.12%）、工业金属（71.78%）弹性更大。

图5：有色金属行业2025年走势



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图6：有色金属行业子板块2025年走势



数据来源：Wind，华龙证券研究所

目录

1

行业走势回顾

2

贵金属：上涨动力能否持续？

3

铜：预期转向现实

4

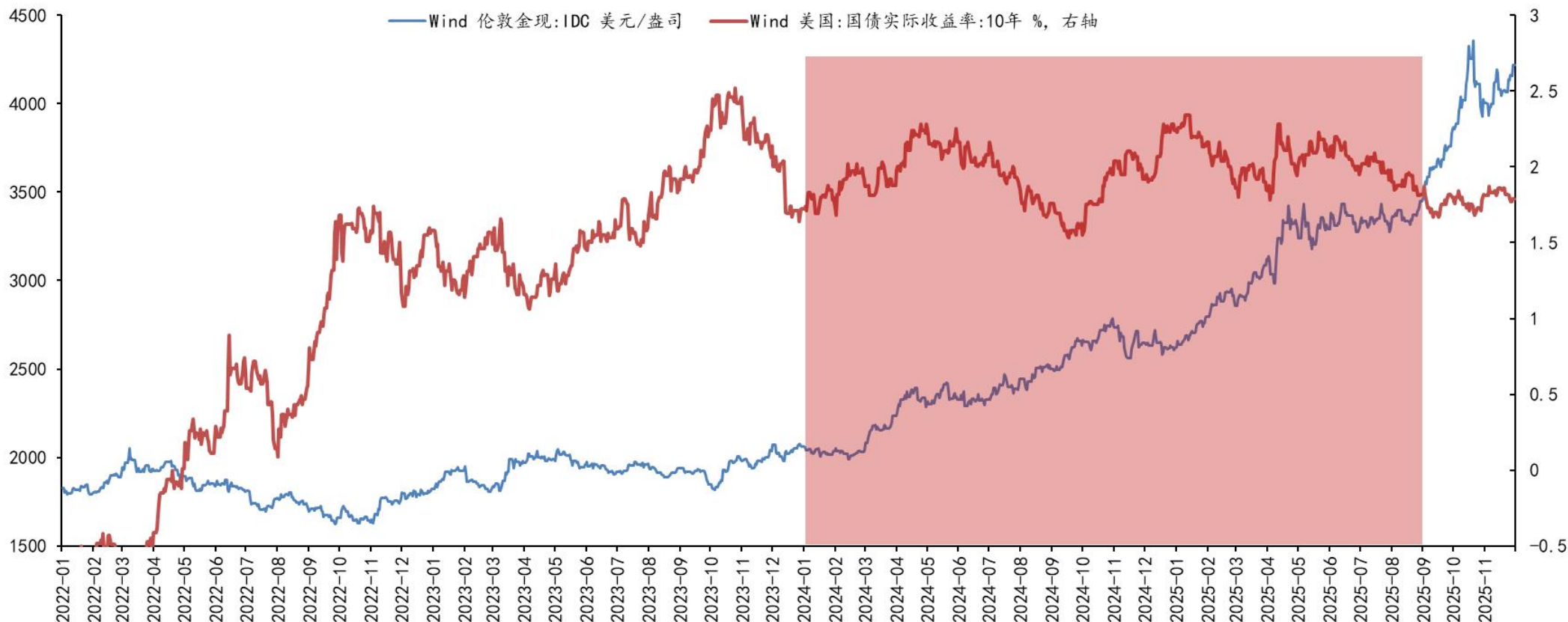
投资建议

5

风险提示

- **锚定变化：**近年来黄金与长期美债实际利率的负相关框架解释力逐步弱化，显示原有黄金的定价逻辑变化。与长债利率负相关，说明黄金是在美元及美国信用基础上的避险资产，而该框架的动摇，说明美元及美国信用的弱化，黄金作为避险资产的性质强化，成为全球范围内最佳避险资产。因此，黄金将进一步锚定地缘政治与全球秩序，定价全球不确定性。
- **拐点判断：**基于以上，在国际秩序重新调整落定前，黄金长期趋势难有明显拐点。

图7：近年黄金走势及其锚的变化

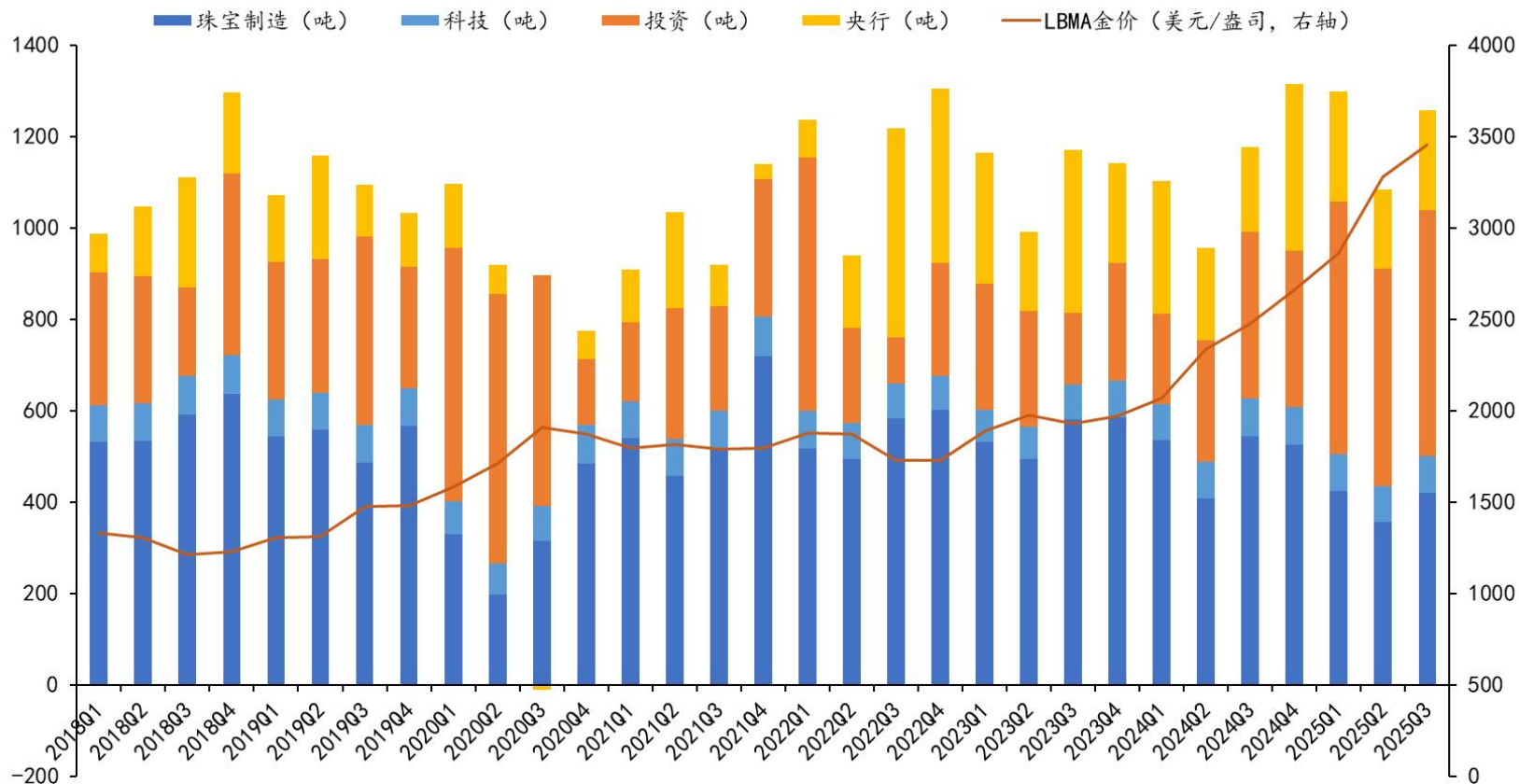


数据来源：Wind，华龙证券研究所

02 2.2 黄金主要需求

- 根据世界黄金协会数据，黄金供给基本稳定，需求主要有珠宝、科技、投资（包括金条、金币、黄金ETF等）、以及央行购金四大类，从真金白银的黄金投资需求可以分析金价变化趋势。
- 在2018-2020年金价上行周期中，投资需求大幅增加，珠宝制造需求显著下滑；2022年二季度至今的金价上行周期中，珠宝与科技需求基本稳定，央行购金为最大需求增量，投资需求波动增加；进入2025年，央行需求基本平稳，投资需求重新增长，推动金价持续创新高。

图8：2018年至今黄金需求变化

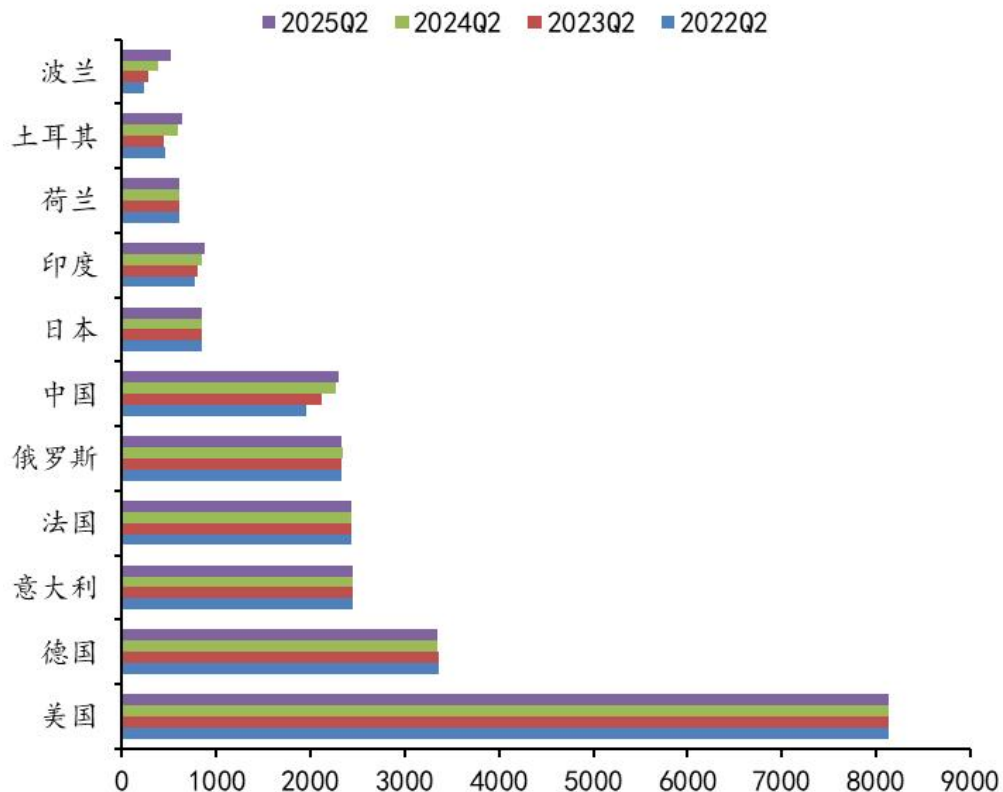


数据来源：世界黄金协会，华龙证券研究所

02 2.2 黄金主要需求：央行

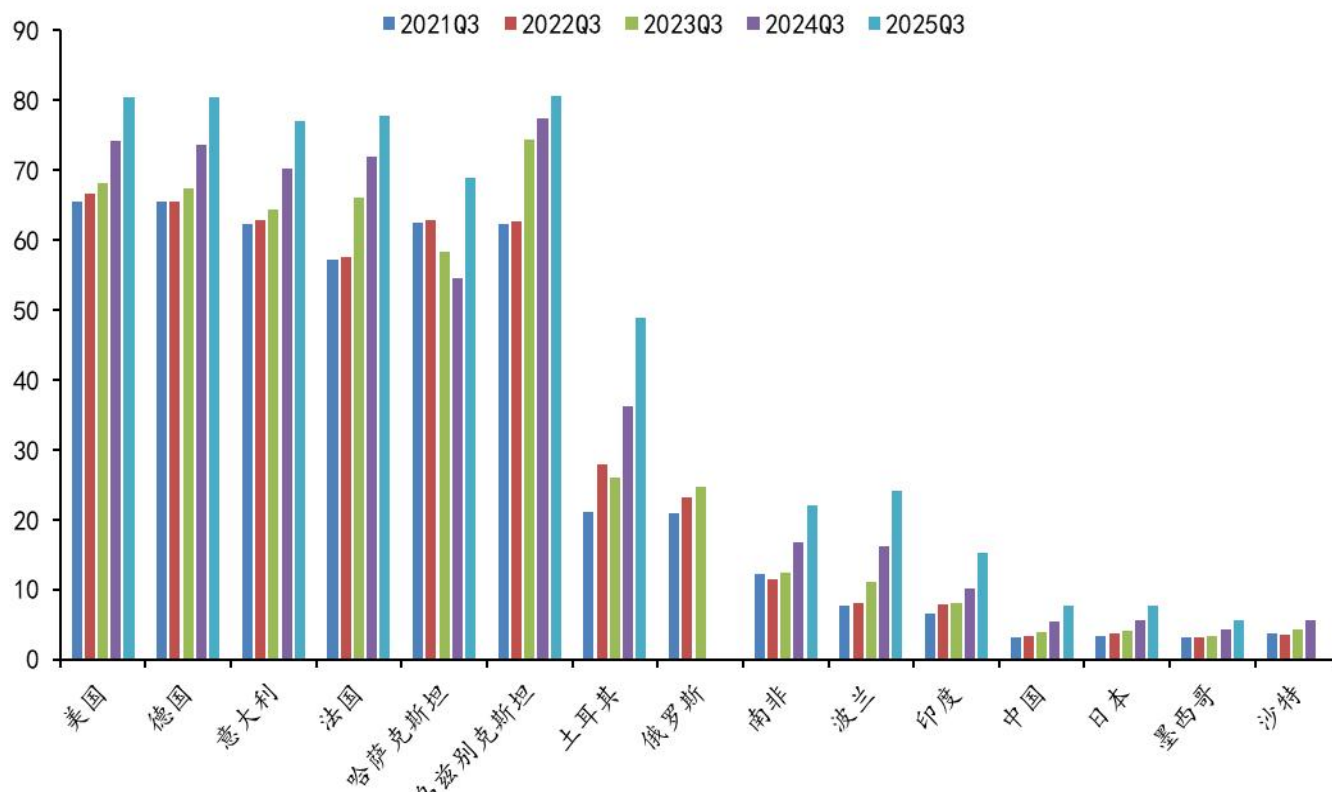
- 2022年至今，美、德、法等西方国家黄金储备量无变化，但由于金价持续创新高，黄金储备在外汇储备中的占比提升超10%。
- 相比西方国家，非西方国家购金力度较大，2022年至今黄金储备提升较多。叠加金价上涨，以上国家黄金储备占比大幅上升，土耳其21.02%提升至48.92%，波兰7.77%提升至24.12%，印度6.52%提升至15.17%。从美元及美国信用对冲角度看，非西方国家提升黄金储备占比的需求更强烈。
- 正因战略视角的重视，以上央行购金更多出于配置而非获利目的，对价格敏感度相对较低。据世界黄金协会2025年06月17日发布的调研报告，43%受访央行表示未来12个月将继续增加黄金储备，且没有央行表示黄金储备将下降；同时73%受访央行表示未来5年内美元储备占比将大幅下降。

图9：主要国家央行黄金储备变化（吨）



数据来源：世界黄金协会，华龙证券研究所

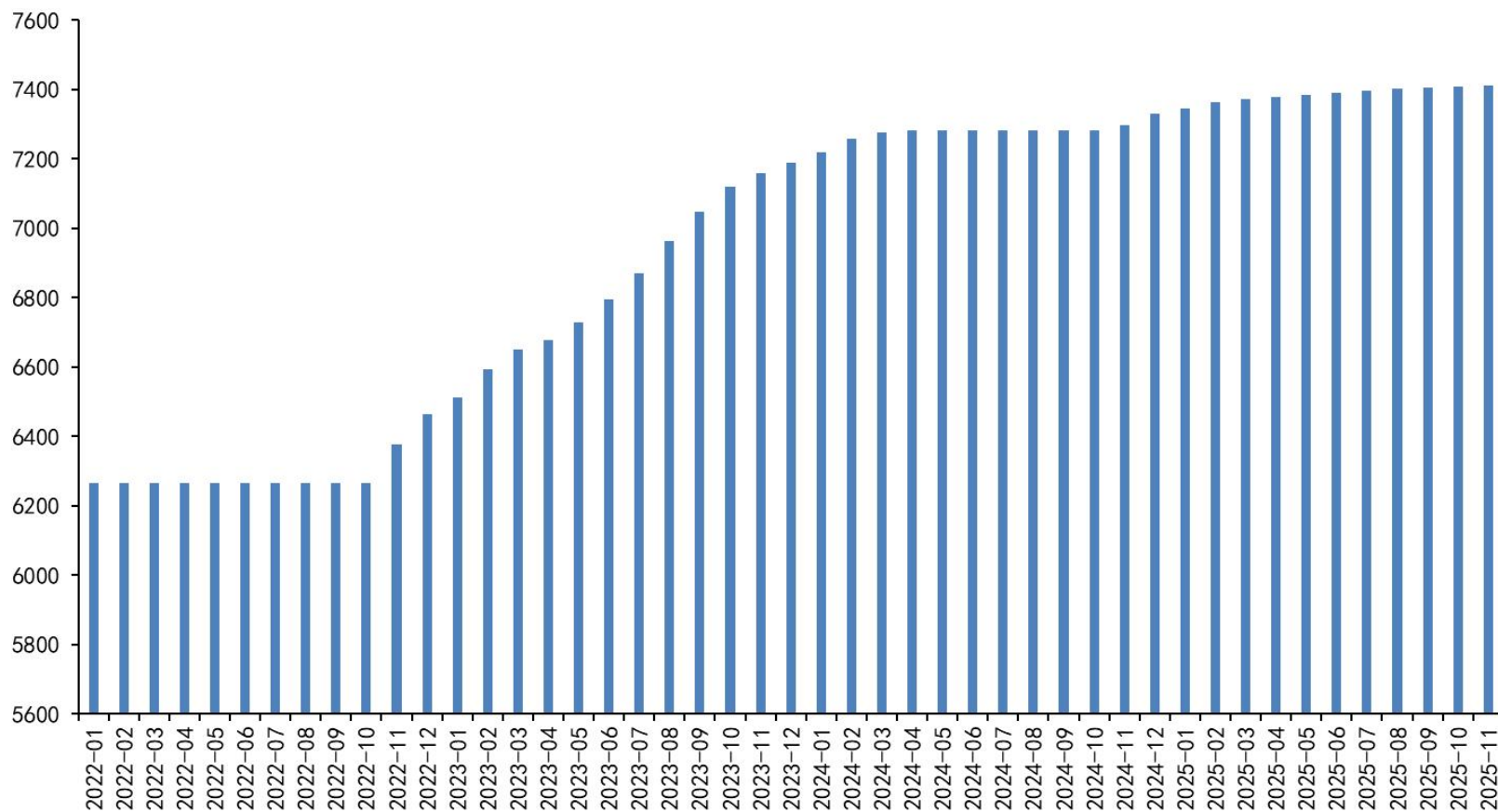
图10：主要国家央行黄金储备占比（%）



数据来源：世界黄金协会，华龙证券研究所

- 2022年10月起，中国人民银行连续多月大笔购入黄金；2024年年中中断半年后，于11月恢复购金，至今连续购金13个月。我国央行黄金储备自2022年年初的6264万盎司增长至2025年11月的7412万盎司。

图11：中国央行持续购金（万盎司）

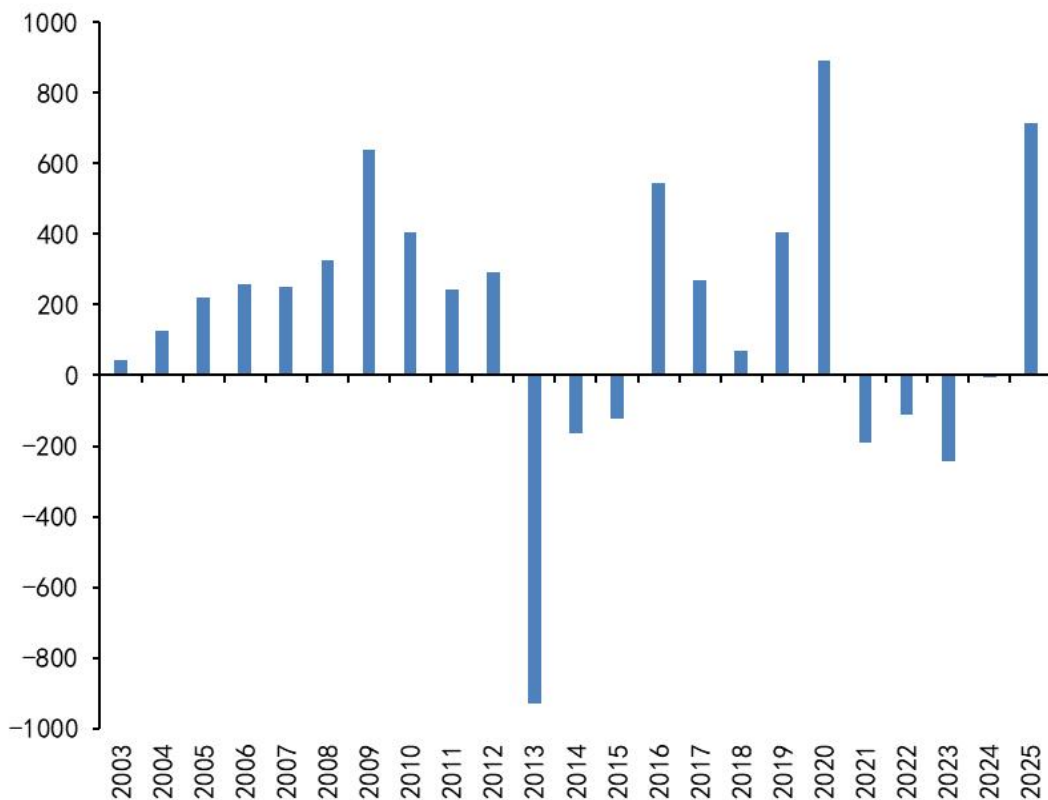


数据来源：中国人民银行，华龙证券研究所

02 2.2 黄金主要需求：ETF投资

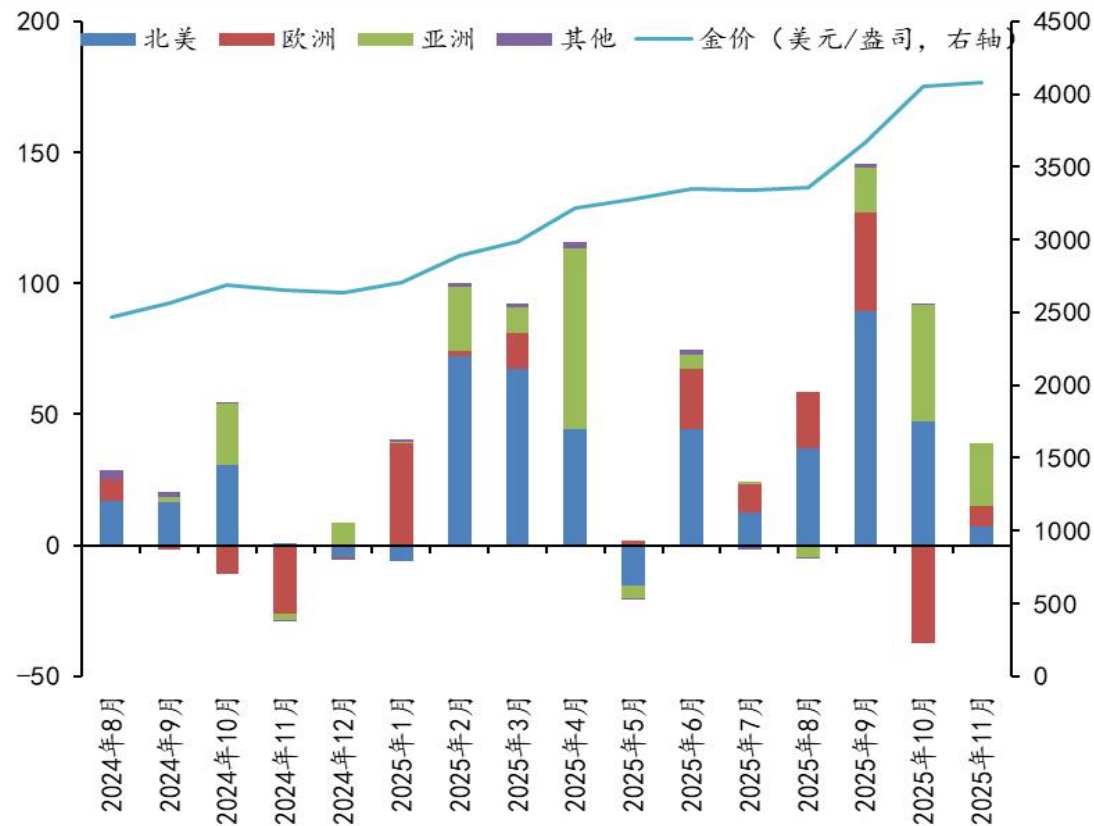
- 2025年前11个月，全球黄金ETF共流入黄金712.64吨，是2020年以来最高，而2021-2024年均为净流出。月度来看，2025年1月以来，全球黄金ETF开始加速流入，其中北美ETF贡献主要流量。
- 对比金价走势，2025年全球投资需求、即ETF基金接替2024年的央行购金需求，成为推动金价持续上涨的主要动力，且北美ETF流入量显著大于亚洲ETF流入量，说明黄金定价地缘政治变化与不确定性的逻辑在央行大举买入后，也逐渐被发达国家主流黄金ETF认可，进入多种资金共同推动的阶段。

图12：黄金ETF持有黄金流入量年变化（吨）



数据来源：世界黄金协会，华龙证券研究所

图13：黄金ETF持有黄金流入量分地区月度变化（吨）



数据来源：世界黄金协会，华龙证券研究所

02 2.2 黄金主要需求：多种需求能否持续？

- 世界黄金协会将近年来推动金价上涨的主要因素进行归纳，发现**风险与不确定性、机会成本、势能、经济扩张**四种因素的贡献度从2023年至2025年变得越来越均衡，2025年几乎是共同作用在金价上涨趋势中，推动黄金续创新高。
- 分解来看，风险与不确定性即对地缘政治与秩序变动的定价，机会成本则主要是针对其他避险类资产而言，两者均是前述美债负相关框架失效的不同层面解释；经济扩张定价经济增长预期下风险资产表现，显然2025年市场对经济预期难言显著乐观；势能是在金价走出趋势性行情后对投资类需求的吸引力大小，这侧面印证了2025年ETF资金的流入，接替央行购金成为主要推动力。
- 总结来看，当前黄金处于多种需求共振的热度中。因此，基于我们“黄金定价锚”变化的判断，我们认为金价短期难见拐点，但更大价格弹性需要以上需求的持续共同作用或个别需求超预期增长。

表2：金价走势主要驱动因素贡献度变化（%）

类别	指标	2025	2024	2023
风险与不确定性	地缘政治风险	8	3	1
	其他	4	2	2
机会成本	外汇风险	8	5	2
	其他	2	2	2
势能		9	3	2
经济扩张		10	5	3
上述合计		41	20	12
其他因素		20	6	3
黄金总回报		61	26	15

数据来源：世界黄金协会，华龙证券研究所

目录

1

行业走势回顾

2

贵金属：上涨动力能否持续？

3

铜：预期转向现实

4

投资建议

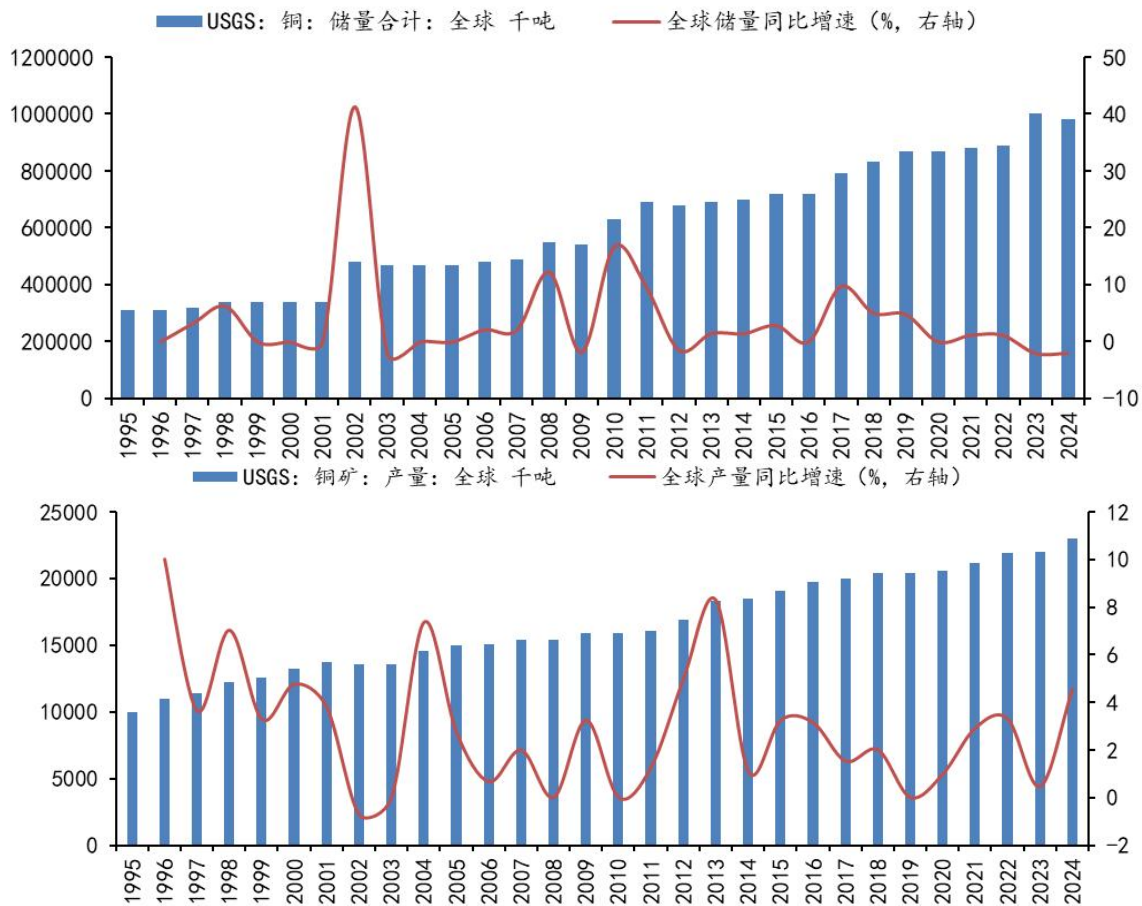
5

风险提示

03 3.1 当前图景：长期供给硬约束

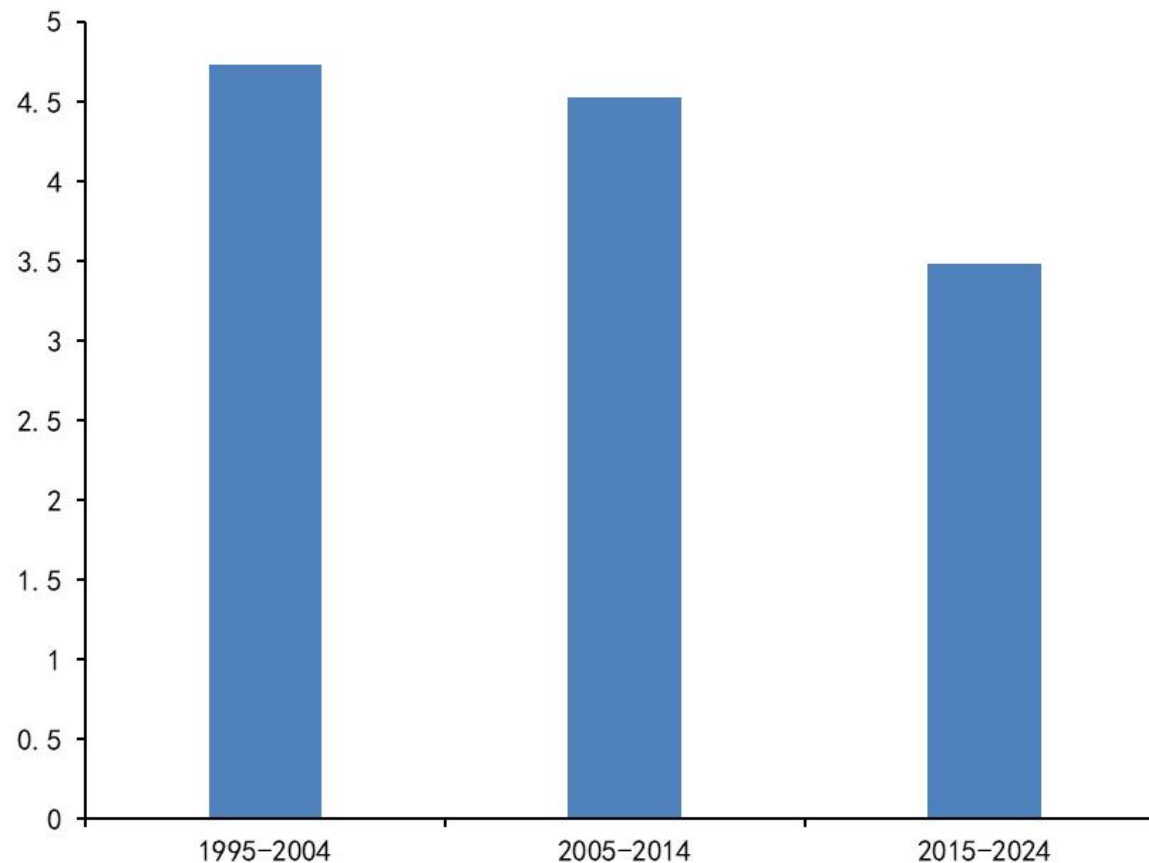
- 一方面，全球铜矿品位持续下行，开采边际成本大幅增加。在20世纪，全球铜矿品位长期高于1%，最高达到4%，到2010年时下滑至0.62%，铜矿正变得稀缺而昂贵。
- 另一方面，全球铜矿企业Capex下滑，铜矿开发周期变长且置信度下降，导致可供应矿石储量处于长周期下滑中。而当前新矿投建的激励价格约在1.2万美元/吨，这意味着短期内新矿无法投入使用，上游矿端面临硬性约束。

图14：全球铜矿储量、产量变化



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

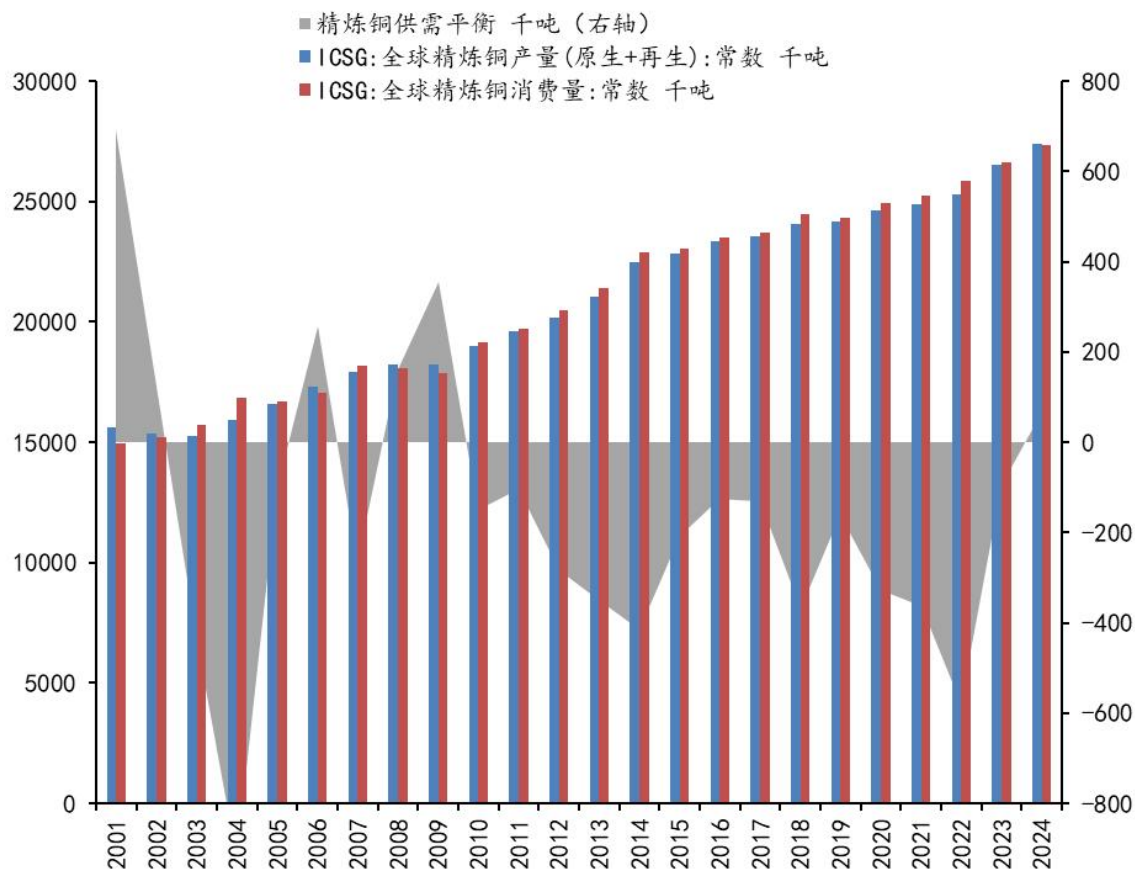
图15：全球铜矿储量CAGR变化（%）



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

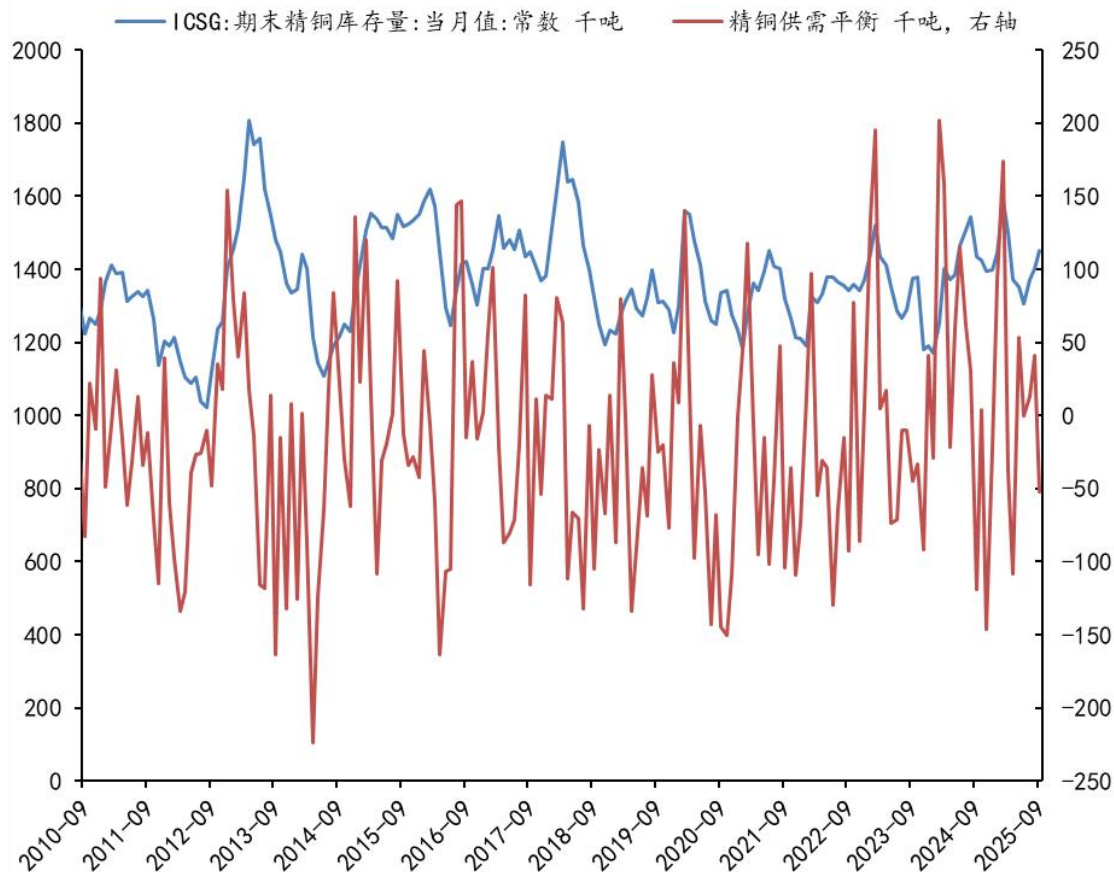
- 在长期硬约束背景下，近年来主要铜矿生产扰动事件频发，客观上加剧了铜精矿供应紧张。据智利国家统计局数据，主要产铜国智利2025年的铜产量预计仅微增0.1%，2026年增速预计为2.5%。此外，刚果（金）卡莫阿铜矿、印尼Grasberg铜矿等均因各种原因下调产量指引。ICSG也调整期铜矿供需预测，从预期2026年过剩20.9万吨转为预计2025年短缺15万吨、2026年短缺30万吨。
- 2025年亚洲铜业周预计2026年精炼铜供需紧平衡，在小幅过剩到小幅紧缺之间。当前铜供需正在从紧平衡的预期转向短缺的现实。

图16：ICSG精炼铜供需平衡变化（年度）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图17：ICSG精炼铜供需变化（月度）

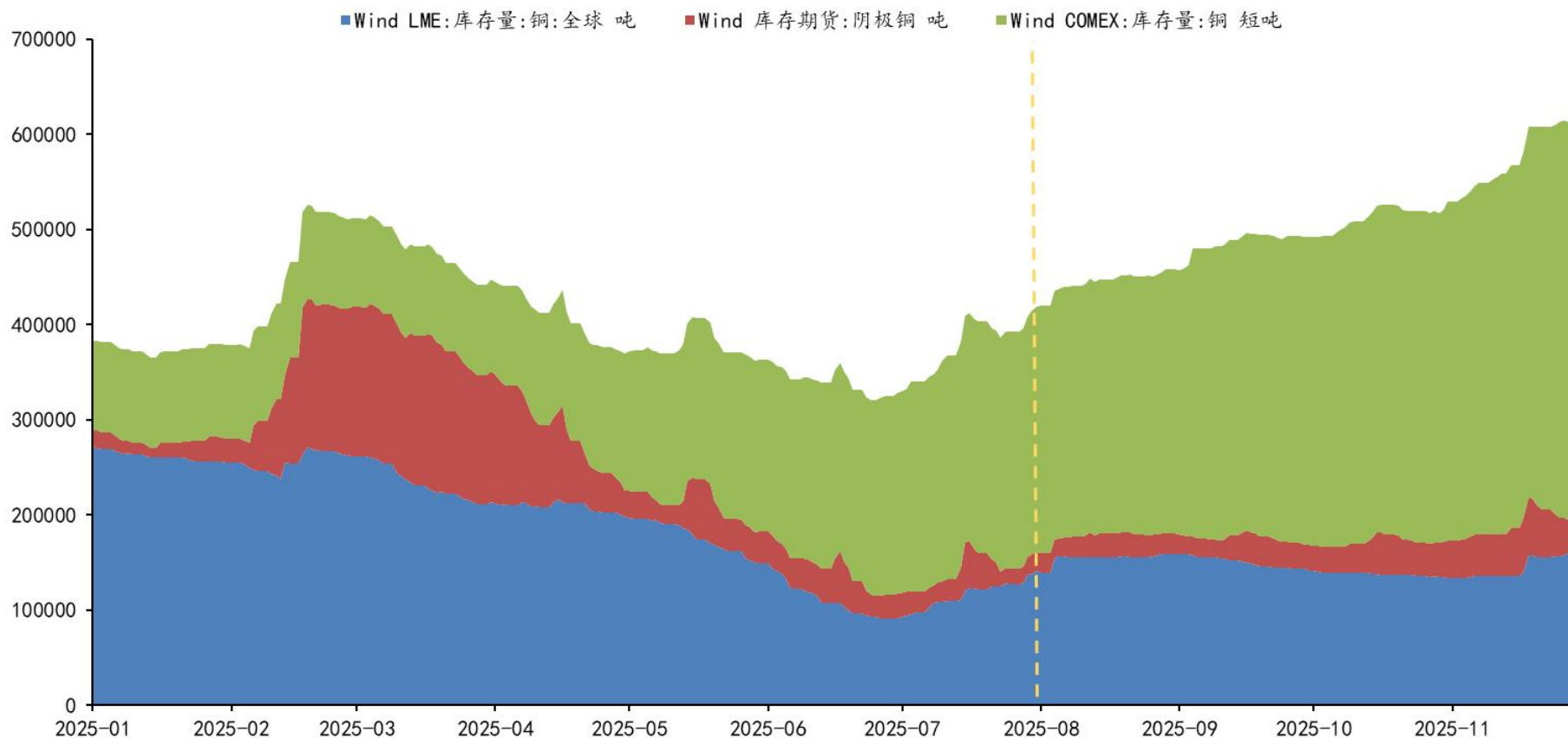


数据来源：Wind，华龙证券研究所

03 3.2 当前图景：地缘因素进一步加剧供给紧缺

- 2025年2月，继钢铁、铝之后，特朗普宣布对铜及其制品启动232调查，但关税并未立即落地。受潜在的关税影响，北美与其他地区间铜产品存在套利交易空间，大量精炼铜库存抢在关税落地前流入美国，导致北美累库，2025年前5个月美国累计进口精炼铜超60万吨。
- 美国时间7月30日，特朗普宣布关税落地。与此前预期不同，关税仅针对进口半成品铜产品和铜密集型衍生产品征收，税率50%，8月1日起实行。关税宣布后，COMEX铜价下挫18%。但随后，三大交易所铜库存并未发生趋势性扭转，美铜仍然持续流入，伦铜、沪铜库存基本稳定，造成北美累库、欧洲库存告急的显著分化。

图18：三大交易所铜库存显著分化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

- 库存分化、铜紧缺加剧的本质是地缘对抗背景下人为原因割裂全球市场，主要经济体意在建立独立供应链、保障供应安全，对战略资源加征关税，市场套利交易火热。
- 体现在价格方面，COMEX-LME价差在年初逐步拉大，并于7月初特朗普宣布税率为超预期的50%后短期走强至超2800美元/吨。但在8月1日关税落地后，两地价差并未消失，而是继续缓慢走强，截至2025年11月底仍维持在400美元/吨以上。这显示出市场对于特朗普将铜关税进一步扩大至包含铜矿、精炼铜等上游原料仍有较强预期。在地缘对抗升级背景下，供应链的撕裂与大国重建供应链是确定性较强预期，这进一步加剧了本已偏紧的铜供给短缺。

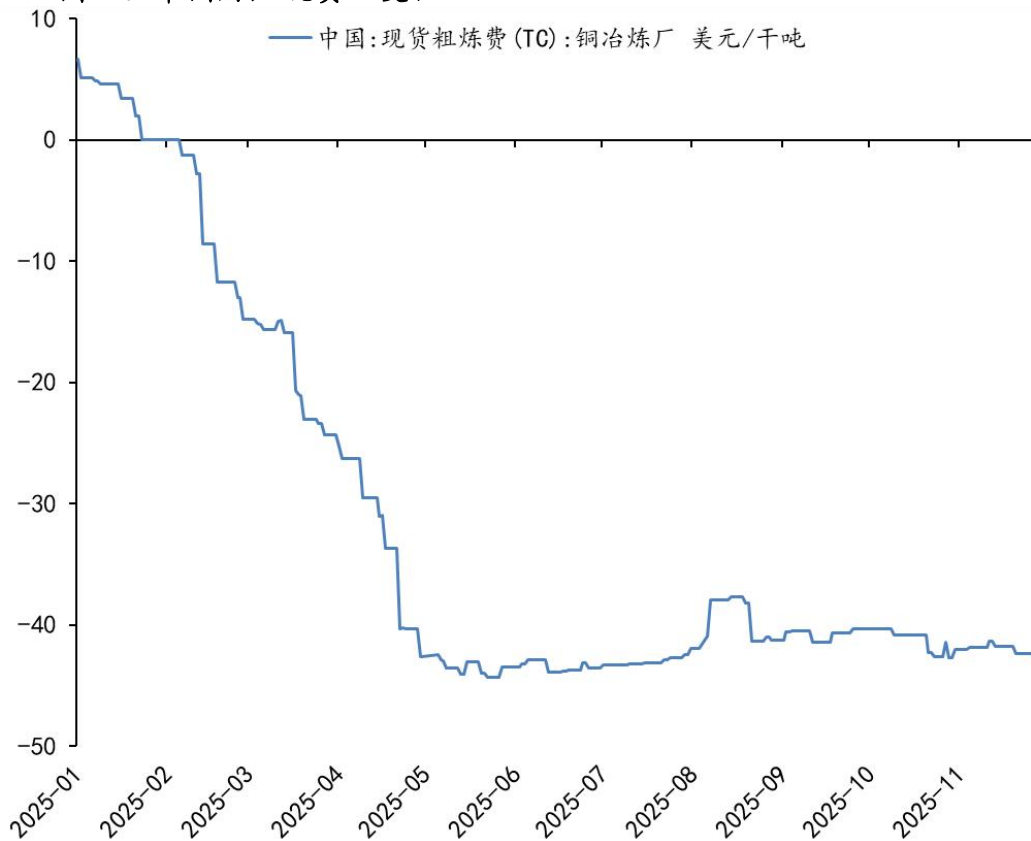
图19：COMEX-LME价差仍预期美国铜关税进一步扩大



数据来源：Wind，华龙证券研究所

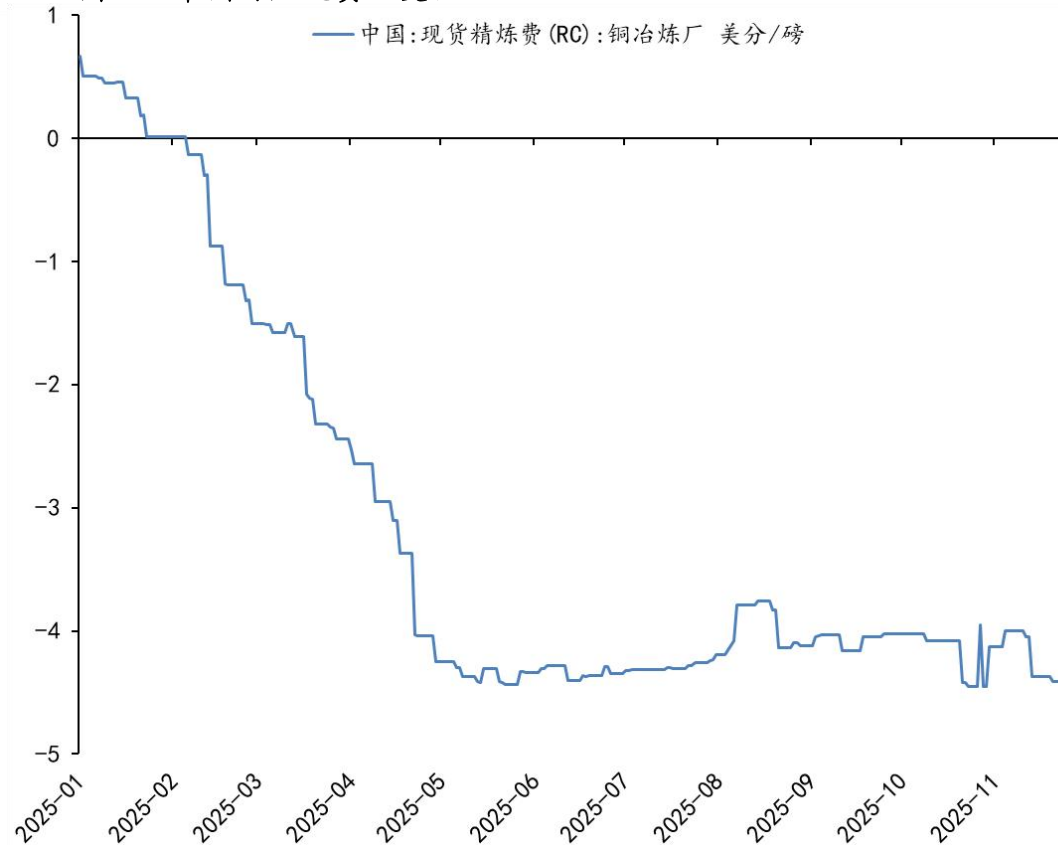
- 上游矿端紧缺预期对中游冶炼端形成压制，中国庞大的冶炼产能面临较大压力。2025年年初以来，中国炼厂TC/RC费用一路向下，现货TC/RC已持续为负。在11月底的下一年度长协谈判中，CSPT与南美矿企巨头陷入僵持，南美矿企对长单TC报价为负，CSPT难以接受，表示其成员内部已达成2026年减产10%，以改善市场供需。矿端与冶炼端的极致博弈，显示当前定价供给端的紧缺更多，需求复苏带来的价格弹性是缓解冶炼端压力的核心。
- 智利国家铜业向中国买家报出的2026年电解铜升水超335美元/吨，较2025年89美元/吨大幅上涨。尽管中国买家接受度仍待观察，但铜原料的紧缺从矿端向下传导至电解铜端的路径或确定性较强。

图20：中国炼厂现货TC变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

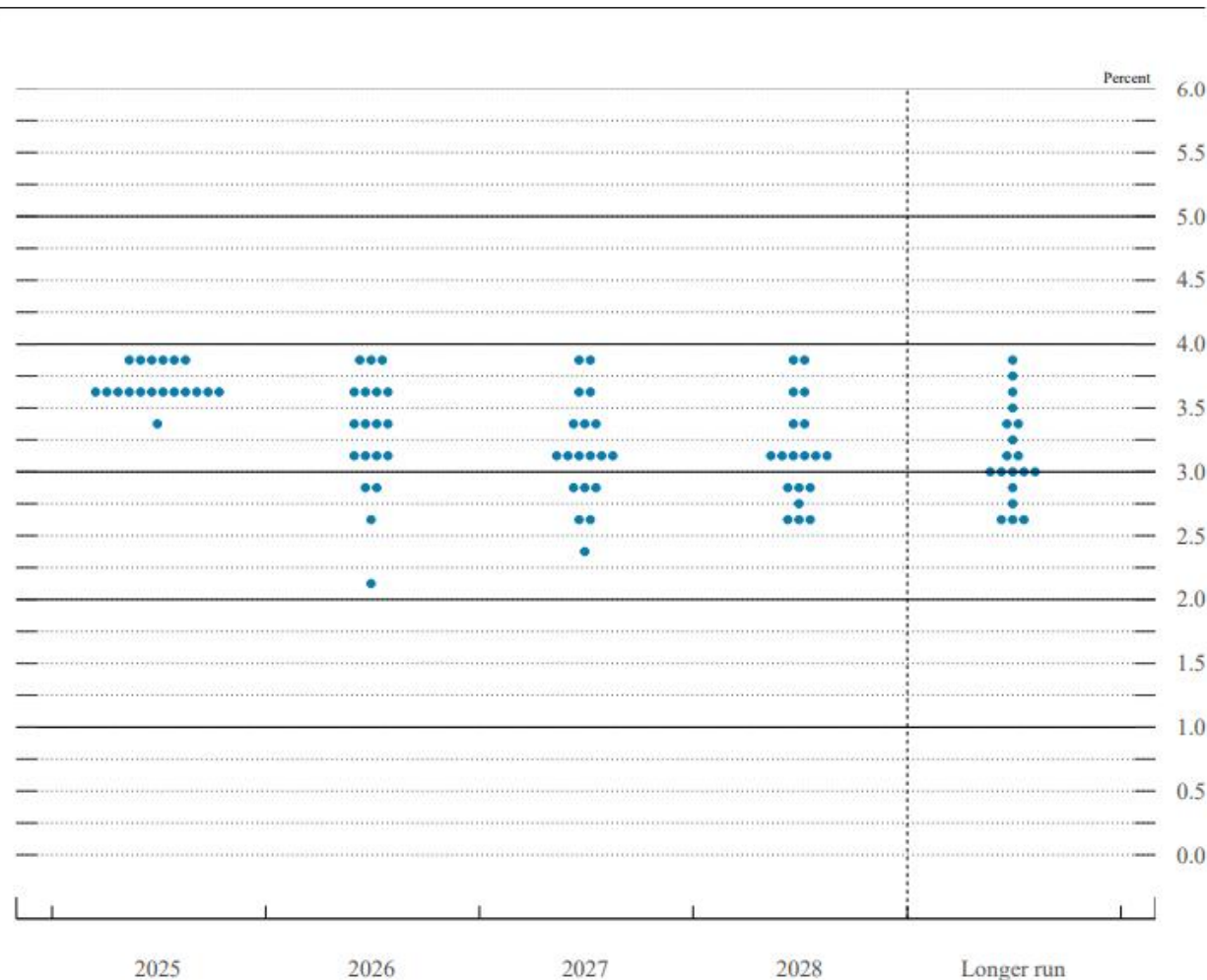
图21：中国炼厂现货RC变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

- 在矿端长期偏紧背景下，美国关税影响与频繁发生的铜矿扰动事件进一步加剧紧缺预期，ICSG等研究机构调整其2026年供需平衡预测，市场多预期铜供给将在2026年前后转入实质性短缺。站在当前位置，供给紧缺为铜价提供支撑，更大向上弹性在于需求复苏节奏。
- 12月议息会议指引中，美联储重申经济与通胀双目标，但更关注就业下行风险，这符合近几次表述中从经济目标出发而预防性降息的一贯思路。但是相比前几次，本次表述强调未来更谨慎评估经济数据，重视降息节奏及时点。从点阵图来看，2026、2027年预期各降息1次25bp。
- 经济方面，2025年亚洲铜业周上，市场对2026年中国铜需求持相对乐观态度，预计精炼铜需求增速2%-3%；美联储预计2026年GDP增速2.1%-2.5%，较9月份指引明显上修，结合点阵图来看，若中国需求维持韧性、美国经济能如预期实现软着陆，有望为铜价打开更大弹性空间。

图22：美联储降息点阵图



数据来源：美联储，华龙证券研究所

目录

1

行业走势回顾

2

贵金属：上涨动力能否持续？

3

铜：预期转向现实

4

投资建议

5

风险提示

- 在地缘政治对抗升级、资源民族主义抬头背景下，实物资产重要性上升，主要金属品种景气度有望维持。维持行业“推荐”评级。
- **黄金：价格锚历史性变动，趋势仍未结束，投资需求决定后续空间。**黄金与长期美债实际利率的负相关框架解释力逐步弱化，其背后是美元及美国信用的弱化，黄金作为避险资产的性质得到加强，成为全球范围内最佳避险资产。因此，黄金将进一步锚定地缘政治与全球秩序，定价全球不确定性。从资金方面看，2025年黄金涨势由多种需求共同推动，其中ETF资金取代央行资金成为主要推动力量，后续空间取决于投资需求的持续性。建议关注：紫金矿业（601899.SH）、山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）、赤峰黄金（600988.SH）。
- **铜：供需错配的预期转向现实？**品位降低和激励价格压制导致矿端供给刚性，因此铜中期的供应偏紧。出于地缘政治和供应链安全考虑的资源民族主义人为将供应链进一步撕裂、错配，加剧了供给紧张，市场普遍预期2026年前后，精炼铜将出现供需关系拐点，随后转入紧缺。需求方面，美国2026年经济增速预期良好，美联储当前“预防性降息”的思路为软着陆提供多一层保障。同时，市场对2026年中国铜需求较乐观，预期将保持一定韧性。在供需关系趋势性转折的节点上，供给提供支撑，需求恢复情况将决定铜价弹性，我们看好2026年以铜为代表的工业金属表现。建议关注：紫金矿业（601899.SH）、洛阳钼业（603993.SH）、西部矿业（601168.SH）、铜陵有色（000630.SZ）、金诚信（603979.SH）、海亮股份（002203.SZ）。

- 海外通胀波动风险。当前美国经济仍存韧性，但仍面临“再通胀”风险，对金价产生影响。
- 美联储独立性存不确定性。特朗普执政下，美联储独立性可能面临考验，对降息节奏产生不确定性影响。
- 海外地缘政治风险。海外地缘政治事件可能引起极端避险情绪，从而影响金属价格。
- 特朗普经济政策落地进度存不确定性。特朗普意图推行的经济政策可能落地存在不确定性。
- 数据引用风险。本文中的数据引用来源可靠，测算周密，数据经过多次审核，但是不排除有误差的可能性，请以实际为准。

分析师声明:

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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明:

华龙证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。

华龙证券研究所

北京

地址：北京市东城区安定门外大街
189号天鸿宝景大厦西配楼F4层
邮编：100033

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638
号文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道
720号11楼
邮编：200000

深圳

地址：深圳市福田区民田路178号
华融大厦辅楼2层
邮编：518046