



A 股策略周报 20260201

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：王况炜（执业 S1130525060007）
mouyiling@gjzq.com.cn wangkuangwei@gjzq.com.cn

从货币反面到产业叙事

如何看待有色金属的高波动？

本轮有色金属的行情背后是：美元信用松动+流动性宽松预期+新增产业需求叙事，金融资本由于此前对实物资产欠配，所以在上述三个催化下快速涌入。我们是实物资产投资逻辑在国内市场最早的构建者，但在近期市场过于流行的一致预期也让我们担心一切看起来“太过容易”。本周四、周五有色金属商品和股票调整的原因则在于上述“美元信用松动+流动性宽松预期”的叙事因为美联储主席提名人选确定出现了逆转，再加上有色金属价格达到历史新高后的获利了结。特朗普对沃什的提名尽管不直接意味着流动性的收紧，但至少让市场看到了一个“重塑美元信用”的蓝图，这对于前期的拥挤交易产生了冲击：第一，美联储“缩表”回收市场多余流动性，压低通胀；第二，在通胀得到控制的前提下，跟随自然利率的下降而降息，支持高效率的企业生产培育经济增长的内生动能，这是美元信用可持续的核心支撑。而为了平滑上述两个环节带来的市场波动——美联储作为本土最大买家逐步减持美债将带来债券收益率大幅上行，美国政府需要想方设法重塑美债买盘，“石油美元”循环在此时的重要性提升：历史上，原油每上升1美元，将带来沙特、阿联酋、科威特这三个海合组织国家持有美债金额上升19.9亿美元。

实物资产的行情未结束，但品种之间将出现分化

我们复盘了2001年以来铜、铝、黄金在创新高并下跌后的行情，发现铜、金在下跌后的10个、20个、60个交易日胜率均超过50%（区间涨幅高于0），其中铜甚至能够超过70%。近五年出现类似的新高后大幅下跌的类似经验是2022年3月，彼时调整的原因在于：1、美联储首次加息落地，流动性正式收紧；2、俄乌冲突发生后市场担心需求走弱；3、LME镍逼空行情出现后交易所修改规则，导致全品种的资金恐慌，与之对比来看，本轮下跌的三个核心原因类似但整体上更弱，当前仍处在降息周期中，而产业需求并未“证伪”。过去一段时间市场有一种观点是：黄金正因为没有需求端而可以无限上涨，而铜铝的高价格会伤害需求从而抑制自身上涨，但实际上黄金同样具备自我约束——黄金大幅上涨→资金从美债流出涌入黄金→美债收益率上升→为抑制美债收益率美联储和政府采取行动重塑美元信用，这一次沃什被提名就是这种尝试的体现。因此我们认为具备产业需求的铜、铝阶段性好于仅作为美元对立面黄金，我们也测试了铜、铝下游需求的坚实程度：传统需求、新兴需求依然不差，宏观上总体呈现“弱复苏”状态，此时货币属性推升的暂缓，反而缓解了工业金属需求破坏的担忧，有利于工业金属重塑股票的久期定价。

低波动的其他方向：份额提升的制造业

以大宗商品为代表的原材料成本抬升往往是加速制造业“优胜劣汰”的催化剂，在过去，欧洲的能源价格上涨导致化工等高耗能产能退出，而中国份额却在规模效应、技术进步和能源成本优势的多重推动下上升。若我们在前文中推断的原油价格上涨结论成立，那么以化工为代表的中国制造业优势扩大和份额提升的逻辑或再次上演。我们在年度策略展望报告《世界的中国》中刻画了中国制造业的竞争优势，化工中的许多细分行业处于绝对领先优势或竞争优势在加强（PTA、钛白粉）中，而市场对这一趋势的定价似乎依然不足：当前化工企业估值低于中国的是韩国与日本，然而需要考虑到的是两者的市场份额却是处于收缩区间；而份额扩张的中国、美国、印度中，中国化工企业的估值明显更低。

需求和竞争格局变化将成为下一阶段定价重点

“美元信用下降”不是长期以来我们构建的实物资产体系的唯一支撑，当这一叙事面对阶段性挑战时，正好进入了产业定价的时期。当然，我们同样不认为进入了美元信用的重塑期，等待波动下降后，贵金属的投资机遇将重新来临。推荐如下：一是实物资产的重估逻辑从流动性和美元信用切换至产业低库存和需求企稳，“石油美元”体系将被加固，推荐顺序调整为原油及油运、铜、铝、锡、锂。二是具备全球比较优势且周期底部确认的制造业底部反转品种——化工（石油化工、印染、煤化工、农药、聚氨酯、钛白粉）等；三是“资金回流+国内居民缩表压力缓解+人员入境趋势”的消费回升通道——免税、酒店、食品饮料；四是受益于资本市场扩容与长期资产端回报率见底的非银金融。

风险提示

国内经济修复不及预期；海外经济大幅下行。

内容目录

1、如何看待有色金属的高波动？	3
2、低波动的其他方向：份额提升的制造业	7
3、需求和竞争格局变化将成为下一阶段定价重点	7
风险提示	8

图表目录

图表 1：2024 年以来美元指数快速下行，对美元指数的非商业空头持仓占比达到历史极端值	3
图表 2：实物/金融：对比美国金融资产和货币总量，当前工业金属定价依然处于偏低水平	3
图表 3：沃什缩表的目标：从当前的 6.6 万亿逐步靠近到 2020 年 QE 之前的水平（3.8 万亿）	3
图表 4：沃什政策主张梳理：核心是以“缩表”作为“降息”的前提条件，且相对其他候选人更独立于白宫	3
图表 5：中国从 2021 年以来快速减持美债，整体外国投资者持有美债的占比从 2025 年下半年起下降	4
图表 6：美债拍卖收益率维持高位，期限利差大幅扩张（%）	4
图表 7：沃什货币政策的实施路径与造成的影响	4
图表 8：原油每上升 1 美元，将带来沙特、阿联酋、科威特这三个海合会国家持有美债金额上升 19.9 亿美元	5
图表 9：海合组织国家持有美债金额的周期与原油价格变动周期一致	5
图表 10：2001 年 5 月以来的复盘：铜、金新高下跌后的 10 个、20 个、60 个交易日胜率均高于 50%	5
图表 11：2001 年-2019 年的复盘：铝、铜、金新高下跌后的 10 个、20 个、60 个交易日胜率均高于 50%	5
图表 12：铜价每上涨 1000 美元，电网设备毛利率将下降 0.85 个百分点	6
图表 13：铜价每上涨 1000 美元，工程机械毛利率反而将上涨 0.91 个百分点	6
图表 14：美国 AI 数据中心主要玩家的资本开支依然维持在历史高位	6
图表 15：2022 年以来，中国化工生产快速扩张，而欧盟、日本、韩国收缩明显	7
图表 16：中国在 2022 年一度出口份额占比超过了传统化工强国欧盟	7
图表 17：全球主要经济体的化工企业估值比较	7

1、如何看待有色金属的高波动？

本轮有色金属的行情背后是：美元信用松动+流动性宽松预期+新增产业需求叙事的叠加，金融资本由于此前对实物资产欠配，所以在上述三个催化下快速涌入。我们在1月初的周报《躁动与变化》中讨论了商品在快速上行时伴随波动率提高的本质是金融资本在低库存环境下对商品的过度交易：过去一段时间工业金属货值占美股总市值和美国M2的比重均处于历史偏低水平，长期实物资产处于低估状态，大宗商品的低库存状态使其在货币宽松周期更容易受到金融波动影响，从而放大价格波动并带来阶段性交易扰动；而中期视角下AI投资和全球制造业周期修复有望重塑商品需求格局，在货币宽松周期中供需错配的矛盾与价格弹性更加突出。

图表1：2024年以来美元指数快速下行，对美元指数的非商业空头持仓占比达到历史极端值

图表2：实物/金融：对比美国金融资产和货币总量，当前工业金属定价依然处于偏低水平



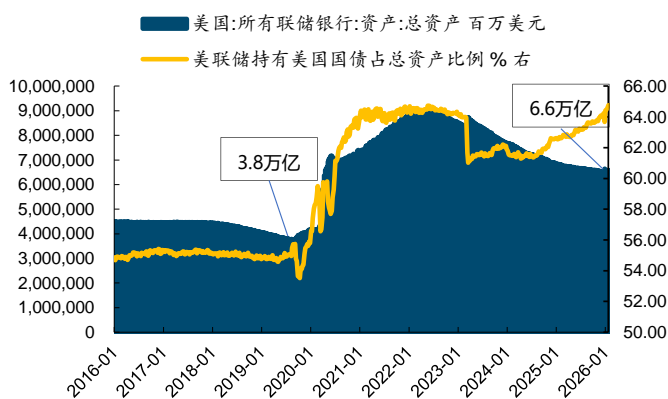
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

而本周四、周五（2月29日、2月30日）有色金属商品和股票都出现了较大的波动，在周五录得较高跌幅，原因则在于上述“美元信用松动+流动性宽松预期”的叙事因为美联储主席提名人选的确立出现了逆转，再加上有色金属价格达到历史新高后的获利了结。特朗普对沃什的提名尽管不直接意味着流动性的收紧，但至少让市场看到了一个“重塑美元信用”的蓝图，这个系统性工程分为三个支柱，需要相互支撑层层递进：第一，美联储“缩表”回收市场多余流动性，压低通胀，这是重塑美元信用的前提，沃什曾批评2021-2023年的高通胀源于货币政策的“失误”，也不赞同“财政主导货币”；第二，在通胀得到控制的前提下，跟随自然利率的下降而降息，配合高效率的企业生产培育经济增长的内生动能，这是美元信用可持续的核心支撑。

图表3：沃什缩表的目标：从当前的6.6万亿逐步靠近到2020年QE之前的水平（3.8万亿）

图表4：沃什政策主张梳理：核心是以“缩表”作为“降息”的前提条件，且相对其他候选人更独立于白宫



维度	核心要点	具体说明	对美元的影响机制
政策理念与履历	货币主义根基 通胀零容忍	2006-2011年美联储理事期间，反对量化宽松(QE)，投票反对第二轮QE并辞职；认为通胀是货币现象，坚持2%的对称通胀目标，主张以货币供应量控通胀，反对财政货币化	强化美元资产抗通胀属性，提升长期吸引力
政策主张	优先缩表+职能收缩	主张快速缩减美联储资产负债表（目标从6.6万亿美元降至疫情前约4万亿美元），以缩表压制通胀预期，为降息创造“安全空间”，避免纯鸽派引发的通胀失控担忧回归物价稳定单一目标，反对使命外溢（如气候、DEI等）	缩表回收流动性→美元稀缺性上升
纪律优先	相比哈塞特、里德等更被认为具有独立性	提名打破“白宫操控美联储”的担忧，沃什被视为捍卫央行独立性的候选人，曾经批评过特朗普，相较于哈塞特、里德等其他竞争者而言更独立于白宫	巩固央行独立性信誉，缓解美元长期贬值担忧

来源：wind，国金证券研究所

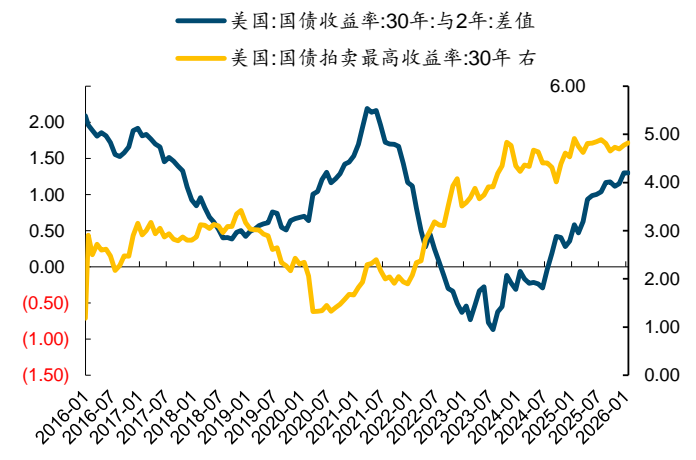
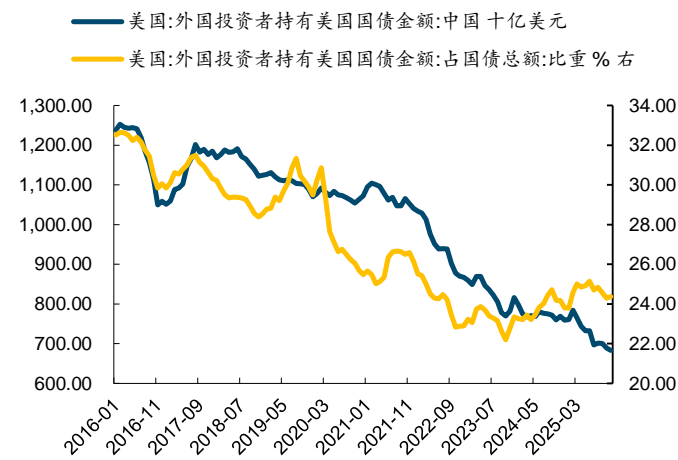
来源：wind，国金证券研究所



第三,为了平滑上述两个环节带来的市场波动——美联储作为本土最大买家逐步减持美债将带来债券收益率大幅上行,甚至带来财政再融资问题,美国政府需要想方设法重塑美债买盘,我们认为“石油美元”循环在此时的重要性提升。中国作为美债最大的外国投资者,从2021年开始快速减持美债,2025年7月之后外国投资者持有美债占比连续4个月下降,结果是长期国债拍卖收益率维持在4.5%以上的高位,2024年9月份降息后债券收益率曲线变得更加陡峭,短期内要“压制”长端收益率,能做的是寻找新的美债有力的买盘,而以沙特为代表的中东核心产油国即是一个重要的力量,在1974年沙特与美国签订《不可动摇协议》后“石油美元”体系建立,即“石油贸易以美元结算-石油出口收入大规模投资美债、美元存款等美国资产-美国对沙特提供安全保障”,我们的测算显示:原油价格每上升1美元/桶,将带来沙特、阿联酋、科威特这三个“海合会”核心产油国对增配19.9亿美元的美债,相当于2025年以来中国月均减持金额的28%。这意味着原油价格的上涨一定程度上也符合当下美国的诉求。

图表5: 中国从2021年以来快速减持美债,整体外国投资者持有美债的占比从2025年下半年起下降

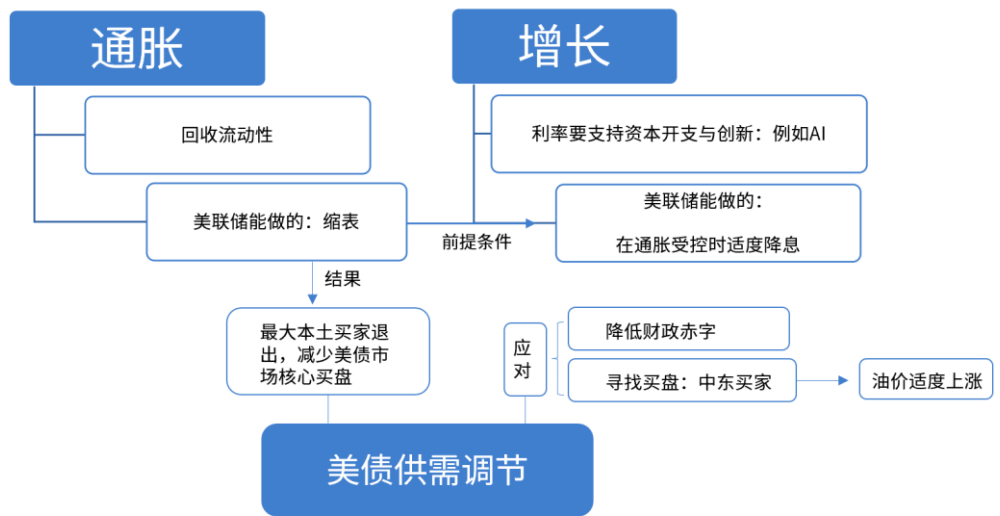
图表6: 美债拍卖收益率维持高位,期限利差大幅扩张(%)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

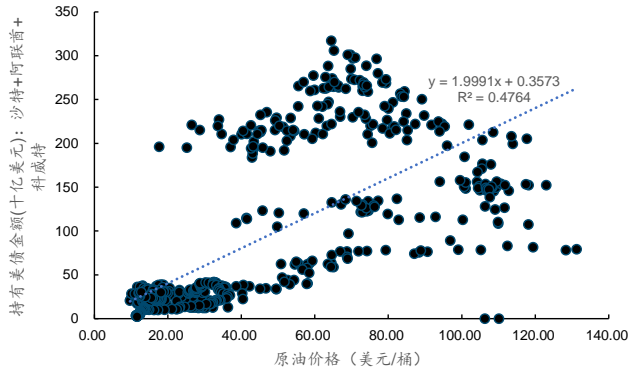
图表7: 沃什货币政策的实施路径与造成的影响



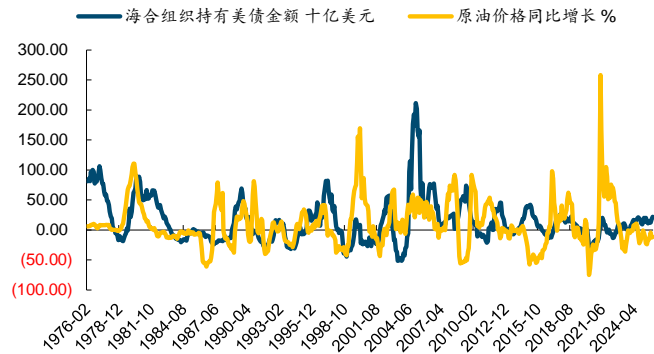
来源: 国金证券研究所



图表8: 原油每上升1美元, 将带来沙特、阿联酋、科威特这三个海合会国家持有美债金额上升19.9亿美元



图表9: 海合组织国家持有美债金额的周期与原油价格变动周期一致



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

本周的大幅波动不意味着有色金属行情的终结, 核心支撑在于: 当前仍处在降息周期中, 而产业需求并未“证伪”。我们复盘了2001年以来铜、铝、黄金在创新高并下跌后的行情, 发现铜、金在下跌后的10个、20个、60个交易日胜率均超过50% (区间涨幅高于0), 其中铜甚至能够超过70%。从逻辑上来解释, 近五年出现类似的新高后大幅下跌的类似经验是2022年3月, 调整的原因在于: 1、美联储首次加息落地, 流动性正式收紧; 2、俄乌冲突发生后市场担心需求走弱; 3、LME镍逼空行情出现后交易所修改规则, 导致全品种的资金恐慌, 与之对比来看, 本轮下跌的三个核心原因类似但整体上更弱: 一方面, 本次确实在金属凛冽的上涨后, 包括COMEX和SHFE在内的交易所进行了规则调整; 另一方面, 美联储新任主席的提名并不意味着流动性的正式收紧, “降息”仍然具备确定性只是时间推后, 此外, 尽管中东局势紧张, 但对需求端的损伤不如俄乌冲突那么大。

图表10: 2001年5月以来的复盘: 铜、金新高下跌后的10个、20个、60个交易日胜率均高于50%

图表11: 2001年-2019年的复盘: 铝、铜、金新高下跌后的10个、20个、60个交易日胜率均高于50%

2001年以来			
新高下跌后表现	铝	铜	金
10个交易日涨跌幅	0.45	2.33	1.09
20个交易日涨跌幅	0.51	0.70	0.64
60个交易日涨跌幅	-0.89	9.44	4.82
新高下跌后胜率			
10个交易日胜率	58.3%	67.4%	61.9%
20个交易日胜率	51.3%	70.3%	63.6%
60个交易日胜率	49.6%	67.9%	71.0%

2001年-2019年			
新高下跌后表现	铝	铜	金
10个交易日涨跌幅	0.18	2.72	0.80
20个交易日涨跌幅	0.53	0.73	0.58
60个交易日涨跌幅	0.59	11.03	3.62
新高下跌后胜率			
10个交易日胜率	56.1%	69.7%	60.5%
20个交易日胜率	53.3%	73.1%	58.4%
60个交易日胜率	53.3%	74.1%	63.6%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 铝、铜为LME3个月价格, 金为伦敦金现货价格, 统计区间为2001年5月10日至今, “新高”指该交易日往前推10个交易日内价格曾创历史新高, “下跌”则为当日价格低于前一日, 下同。

来源: wind, 国金证券研究所

但品种之间会出现分化, 具备产业需求的铜铝阶段性好于仅作为美元对立面黄金。过去一段时间市场有一种观点是: 黄金正因为没有需求端而可以无限上涨, 但铜铝的高价格会伤害需求从而抑制自身上涨, 而实际上黄金同样具备自我约束——黄金大幅上涨→资金从美债流出→美债收益率上升→为抑制美债收益率美联储和政府采取行动重塑美元信用, 这一次沃什的提名就是这种尝试的体现。从上述两个统计表格中能够看出, 2020年是黄金胜率、收益率提升的重要分水岭, 原因在于2020年后美国的赤字、美联储的扩表前所未有地透支了美元信用。而如果这一“美联储扩表+美国赤字上升”的叙事逆转回到2020年之前的状态, 那么黄金的收益率和胜率可能就将遭遇回落, 此时铜、铝因存在产业需求反而会表现得更好, 只是需要观察产业需求当前到了什么程度:

1、传统行业 (如电网设备、家电、机械等) 对商品价格的敏感性如何? 商品价格上涨是否达到了抑制需求的效果? 以铜为例, 我们测算了它的重要下游毛利率对铜价和铜价变动的反应, 其中仅电网设备呈现明显的负相关性, 铜价每上涨1000美元就将带来电网设备



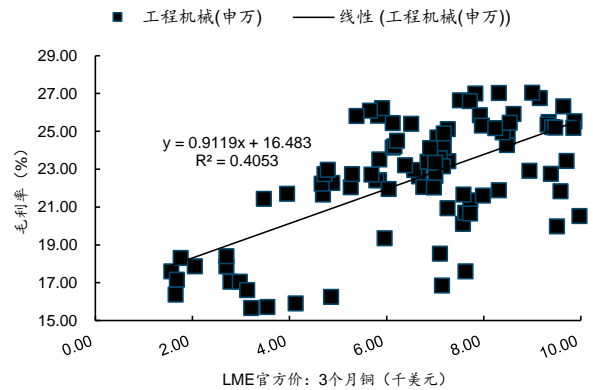
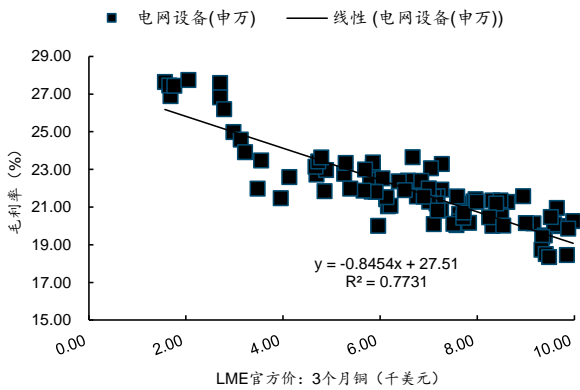
毛利率下降 0.8%，并且 2025Q3 毛利率已经下降到历史极低位置的 18.45%，表明铜价上涨确实已经在测试该行业的财务压力线，但被市场广泛关注的家电、汽车零部件、机械行业都未表现出毛利率将随铜价下降的特征，其中工程机械反而随铜价上涨而毛利率扩张，体现的是上述行业存在较强的成本转嫁能力。因此，传统产业需求受商品涨价的抑制作用可能有限。

2、新兴产业如 AI 的投资是否能够持续并带来铜、铝等金属的增量需求？我们统计了美国进行 AI 数据中心投资的主要龙头公司的资本开支，大部分在最近报告期中依然维持着极高的资本开支增速，但从二级市场的表现来看股价出现明显分化，这一问题我们在此前的报告中讨论过，市场确实越来越担忧激进资本开支对财务健康造成的不利影响。因此新兴产业需求处于“事实仍强，但预期走弱”的阶段。

3、宏观数据所表征的总需求呈现何种状态？从本周陆续公布的海内外宏观数据来看，经济仍然呈现“弱复苏”状态，海外强于预期。虽然国内 1 月制造业 PMI 意外回落 0.8 个百分点至 49.3%，但考虑到春节的错位影响，每年的 1、2 月 PMI 波动极大，不能断然作为需求走弱的证据。美国 2025 年 11 月耐用品订单环比增长 5.27%，高于 10 月的 -2.09%，且强于过去 5 年季节性，2026 年 1 月芝加哥 PMI 录得 54，相较前值的 42.7 大幅提升；欧元区 1 月工业景气指数好于预期（-6.8%，市场一致预期 -8.1%），1 月经济景气指数录得 99.4%，相较前值的 97.2% 进一步上升且好于市场一致预期的 97%。

图表12：铜价每上涨 1000 美元，电网设备毛利率将下降 0.85 个百分点

图表13：铜价每上涨 1000 美元，工程机械毛利率反而将上涨 0.91 个百分点



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表14：美国 AI 数据中心主要玩家的资本开支依然维持在历史高位

报告期	资本开支同比增速 (%)							
	甲骨文	超微电脑	苹果	亚马逊	谷歌	脸书(微软	英伟达
2023/3/31	61.9	-0.5	35.1	-4.9	-35.7	25.7	8.1	21.1
2023/6/30	109.1	-11.1	26.1	-15.7	-20.7	0.3	7.6	65.1
2023/9/30	119.6	-16.2	18.6	-18.9	-11.1	-12.4	12.6	88.3
2023/12/31	92.8	-18.6	2.3	-17.5	2.4	-13.3	17.7	87.8
2024/3/31	-23.6	-75.5	-36.8	6.6	91.0	-6.5	57.8	-31.3
2024/6/30	-42.4	-15.9	-34.5	29.2	91.2	11.6	56.5	-32.4
2024/9/30	-40.0	285.4	-25.7	48.4	80.2	16.5	59.7	-38.4
2024/12/31	-21.0	237.8	-13.8	61.3	62.9	36.6	58.2	-41.7
2025/3/31	75.3	1583.8	22.9	74.1	43.2	102.2	50.5	48.8
2025/6/30	162.0	314.0	37.0	88.6	57.3	102.3	56.4	150.7
2025/9/30	198.3	-5.2	44.9	74.1	66.2	111.6	55.1	164.9
2025/12/31	209.0	2.4	34.6			87.1	45.1	202.7
2026/3/31	269.2	-27.2	-19.3				30.0	232.5
2026/6/30	227.4						60.3	131.9
2026/9/30								120.4

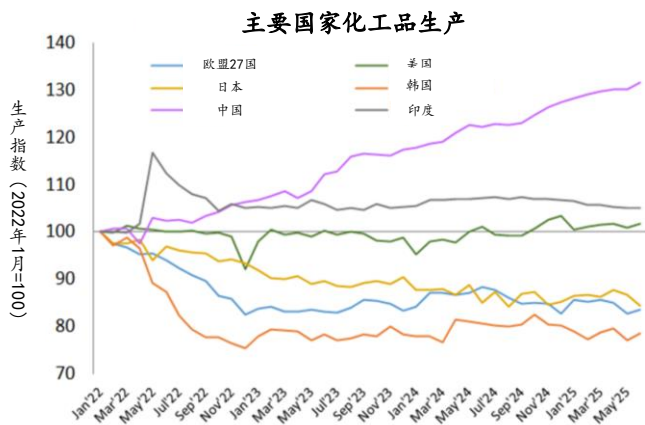
来源：wind，国金证券研究所



2、低波动的其他方向：份额提升的制造业

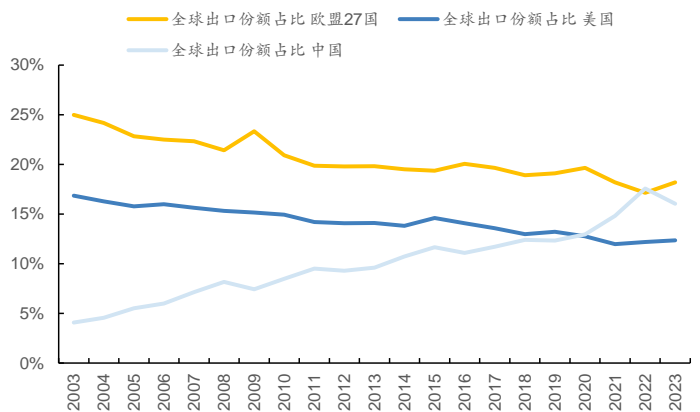
原材料成本的抬升往往是加速制造业“优胜劣汰”的催化剂，在过去，欧洲的能源价格上涨导致化工等高耗能产能退出，而中国份额却在规模效应、技术进步和能源成本优势的多重推动下上升。若我们在前文中推断的原油价格上涨结论成立，那么以化工为代表的中国制造业份额提升逻辑或再次上演。我们在年度策略展望报告《世界的中国》中提到化工的竞争力不断提升，出口金额在2022年一度超过了传统化工强国欧盟，往后看，国内反内卷政策约束下供给侧新增产能陆续进入尾声，而海外高成本产能陆续退出，中国份额有望得到进一步提升，而市场对这一趋势的定价似乎依然不足：当前化工企业估值低于中国的是韩国与日本，然而需要考虑到的是两者的市场份额却是处于收缩区间；而份额扩张的中美印中，中国化工企业的估值明显更低。

图表15：2022年以来，中国化工生产快速扩张，而欧盟、日本、韩国收缩明显



来源：Cefic，国金证券研究所

图表16：中国在2022年一度出口份额占比超过了传统化工强国欧盟



来源：Cefic，国金证券研究所

图表17：全球主要经济体的化工企业估值比较

估值与产量	欧洲	中国	美国	日本	韩国	印度	全球
当前PS (TTM)	1.4	1.1	1.6	0.9	0.5	2.4	1.2
当前PE (TTM)	48.2	34.2	76.9	18.9	-18.3	50.3	39.7
2022年至2025年产量复合增速	-3.8	8.1	1.3	-3.7	-4.8	1.1	3.1
2013年至2021年产量复合增速	0.9	6.3	-1.2	-0.1	2.2	1.5	3.1
PS/复合产量增速 (2022年至2025年)	-0.4	0.1	1.2	-0.2	-0.1	2.2	0.4
PE/复合产量增速 (2022年至2025年)	-12.6	4.2	58.4	-5.1	3.8	46.7	12.7
PS/复合产量增速 (2013年至2021年)	1.6	0.2	-1.3	-11.0	0.2	1.6	0.4
PE/复合产量增速 (2013年至2021年)	55.3	5.4	-62.0	-233.9	-8.2	32.8	12.8

来源：wind，国金证券研究所

3、需求和竞争格局变化将成为下一阶段定价重点

有色金属本周的高波动并不意味着实物资产行情的结束，当前仍然处于降息周期之中，且产业需求的回升还有待验证。但这一波动提示了2020年以来“美元信用下降”这一逻辑



的阶段性反转，因此金属的品种之间会存在分化，具备产业需求的铜铝阶段性好于仅作为美元对立面的黄金，同时货币属性推升行情的放缓，一定程度有利于工业金属的股票构建更长久期的定价。除此以外，在大宗商品价格陆续创新高之后，也值得考虑这对经济基本面将带来怎样的影响，当前的数据还未给出价格抑制了传统需求的证据，新兴产业的增量需求也仍然在延续。我们认为基本面信号有变化且波动率较低的资产将是更好的选择，一个典型的代表就是中国具备竞争优势和份额扩张逻辑的制造业（化工）。我们的推荐如下：

一是实物资产的重估逻辑从流动性和美元信用切换至产业低库存和需求企稳，“石油美元”体系将被加固，推荐顺序调整为原油及油运、铜、铝、锡、锂，在波动率下降和美元信用重建的叙事明朗之前，贵金属需要等待时机。

二是具备全球比较优势且周期底部确认的制造业底部反转品种——化工（石油化工、印染、煤化工、农药、聚氨酯、钛白粉）等；

三是“资金回流+国内居民缩表压力缓解+人员入境趋势”的消费回升通道——免税、酒店、食品饮料；

四是受益于资本市场扩容与长期资产端回报率见底的非银金融。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于基本面改善带来的资本市场预期修复的假设也就不适用。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究