

金属行业11月投资策略

宏观政策刺激下，看好金属价格走强

行业研究 · 行业投资策略
投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaohong@guosen.com.cn

S0980520040005

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

证券分析师：马可远

010-88005007

makeyuan@guosen.com.cn

S0980524070004

◆工业金属：交易政策刺激，价格震荡走强

9月下旬在国内政策利好刺激下，包括铜在内的工业金属价格有一轮明显反弹，货币政策后，在期待财政政策发力。在此期间，铜价涨至78000元/吨左右，明显感觉下游接受度降低，国内铜库存也出现累积，铜价稍回落后，铜库存又开始去化，铜价走势窄幅震荡。10月底六部委发布了再生铜铝进口新规，新规对进口再生铜铝做了更明确的要求，可能会略微增加进口量。

商品价格方面，铝价10月份同样高位震荡，价格重心在20800元/吨附近。10月份铝库存持续回落，加上氧化铝价格高位攀升，铝价走势相对更强一些。10月份锌价高位波动幅度较大，主因LME锌持续BACK结构，有挤仓迹象，沪锌受此带动显著上涨，而随着LME锌交仓，价格又快速回落。当前铜精矿和锌精矿的现货加工费还处于历史低位，临近四季度矿山和冶炼厂明年长单的谈判期，预计供应端扰动的信息会比较多。

◆贵金属：金价迭创新高，预期美联储第二次降息临近

10月失业率环比持平，但非农数据远低于预期。美国10月失业率环比持平在4.1%，但10月非农就业人数增加仅1.2万人，远低于市场预期的10.5万人，也远低于过去一年的月均水平。10月非农数据大幅回落，主要是由于美国遭遇了两场飓风的侵袭，对劳动力市场产生了不小的冲击，另外从10月1日起由于工资等问题导致新劳动合同谈判破裂，美国东海岸和墨西哥湾沿岸36个港口约4.5万名码头工人举行罢工，罢工持续3天，也对就业数据产生了负面影响。目前来看，10月非农数据的“噪音”，暂时不会改变美联储的货币政策节奏。

市场预期11月再降息25bp。近期美国各项经济数据仍有韧性，但暂时不会改变美联储的货币政策节奏，市场普遍预期美联储11月将再降息25bp，目前CME预测显示，11月降息25bp的概率为98.4%，降息50bp的概率为1.6%。

◆稀土：国内指标增速放缓，缅甸出口可能受阻

近期氧化镨钕价格在42-44万元/吨区间震荡，缅甸克钦邦稀土出口或受影响。今年国内第一二批指标开采分别于2月和8月发布，合计27万吨，较2023年的25.5万吨仅增长5.9%；而2023年增速为21.4%，今年我国指标增速明显放缓。国内稀土供给增速放缓的同时，海外轻稀土供给出现负增长，美国Mountain Pass 2024H1稀土矿产量2.02万吨，同比下滑6%；澳大利亚Mount Weld 2024年Q1-Q3稀土矿产量8455吨，同比下滑32%。截至2024年11月4日，氧化镨钕、氧化镱、氧化铽价格分别为42.6万元/吨、169万元/吨、599万元/吨；北方稀土11月挂牌价环比上升，氧化镨钕挂牌价为41.66万元/吨，金属镨钕价格为51.60万元/吨。10月末，有消息显示缅甸克钦独立军近日宣布已经控制该国稀土矿区，反叛武装控制该地区可能影响稀土精矿出口，而克钦邦是缅甸最主要的稀土产地，今年前三季度我国从缅甸进口3.1万吨稀土氧化物，占氧化物总进口量76%，占国内进口稀土矿产品40%，若缅甸稀土无法出口，将对我国稀土供给产生较大影响。

◆**推荐组合：**紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、金诚信、铜陵有色、中国铝业、中国宏桥、天山铝业、神火股份、云铝股份、赤峰黄金、兴业银锡、北方稀土。

◆**风险提示：**国内经济复苏不及预期；国外货币政策边际放缓幅度不及预期；全球资源端供给增加超预期。

工业金属及材料

交易政策刺激，价格震荡走强

◆ 交易政策刺激，工业金属价格高位震荡

- 9月下旬在国内政策利好刺激下，包括铜在内的工业金属价格有一轮明显反弹，货币政策后，在期待财政政策发力。在此期间，铜价涨至78000元/吨左右，明显感觉下游接受度降低，国内铜库存也出现累积，铜价稍回落后，铜库存又开始去化，铜价走势窄幅震荡。10月底六部委发布了再生铜铝进口新规，新规对进口再生铜铝做了更明确的要求，可能会略微增加进口量。
- 铝价10月份同样高位震荡，价格重心在20800元/吨附近。10月份铝库存持续回落，加上氧化铝价格高位攀升，铝价走势相对更强一些。
- 10月份锌价高位波动幅度较大，主因LME锌持续BACK结构，有挤仓迹象，沪锌受此带动显著上涨，而随着LME锌交仓，价格又快速回落。
- 当前铜精矿和锌精矿的现货加工费还处于历史低位，临近四季度矿山和冶炼厂明年长单的谈判期，预计供应端扰动的信息会比较多。

◆ 布局有色金属价格上涨的机会

- 工业金属需求存在周期波动，但供给端扰动不断，供给增速不高，价格中枢提升。相关标的，铜：洛阳钼业、紫金矿业、西部矿业、铜陵有色；铝：中国铝业、中国宏桥、天山铝业、神火股份、云铝股份。

工业金属：交易政策刺激，金属价格高位运行

◆ 10月工业金属价格窄幅震荡，没有走出趋势

- 9月下旬在国内政策利好刺激下，包括铜在内的工业金属价格有一轮明显反弹，货币政策后，在期待财政政策发力。在此期间，铜价涨至78000元/吨左右，明显感觉下游接受度降低，国内铜库存也出现累积，铜价稍回落后，铜库存又开始去化，铜价走势窄幅震荡。10月底六部委发布了再生铜铝进口新规，新规对进口再生铜铝做了更明确的要求，可能会略微增加进口量。
- 铝价10月份同样高位震荡，价格重心在20800元/吨附近。10月份铝库存持续回落，加上氧化铝价格高位攀升，铝价走势相对更强一些。
- 10月份锌价高位波动幅度较大，主因LME锌持续BACK结构，有挤仓迹象，沪锌受此带动显著上涨，而随着LME锌交仓，价格又快速回落。
- 当前铜精矿和锌精矿的现货加工费还处于历史低位，临近四季度矿山和冶炼厂明年长单的谈判期，预计供应端扰动的信息会比较多。

图：LME铜价（美元/吨）



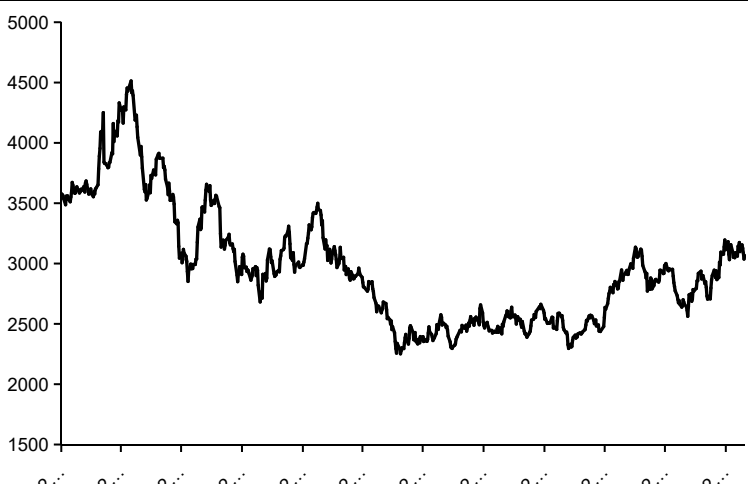
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：上海铝期货主力价（元/吨）



资料来源：SHFE，国信证券经济研究所整理

图：LME锌价（美元/吨）



资料来源：LME，国信证券经济研究所整理

铜：2024Q3铜冶炼企业利润普遍承压

◆铜精矿现货加工费反弹

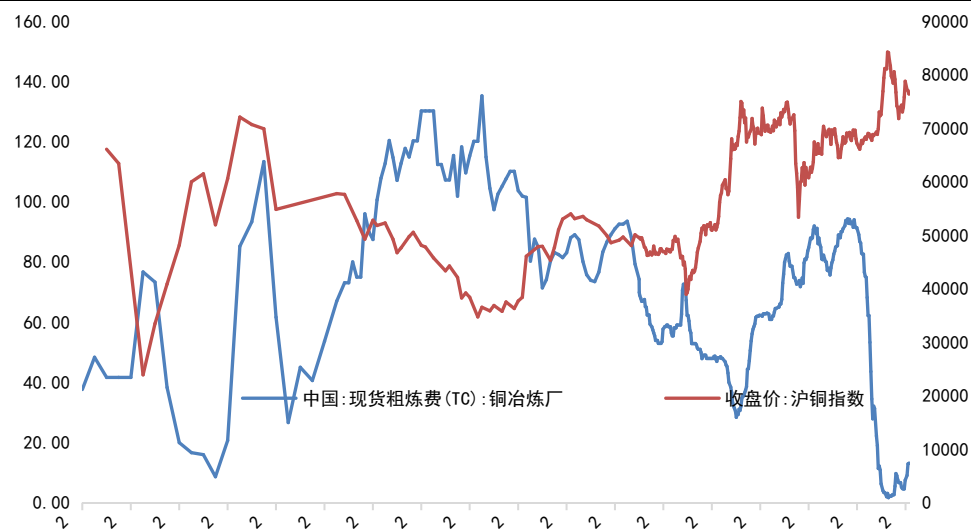
- 截至11月初，铜精矿的现货加工费13.1美元/吨，比10月初9美元/吨有一定反弹。
- 另一方面，看上市公司半年报信息，旗下冶炼厂在2024年上半年普遍取得良好的盈利，如下表所示。但是三季度发生了较大变化，前几大冶炼企业三季度业绩环比下滑明显，主要是三季度长单精矿的用量下降后，冶炼利润显著收窄。低加工费将继续影响铜冶炼生产，并且可能导致明年新建项目推迟投产。当前处于明年铜精矿长单谈判前期，矿、冶双方价格分歧较大。

表：上市公司子公司铜冶炼盈利情况（亿元）

铜冶炼厂	2023H1净利润	2023H2净利润	2024H1净利润	2024H1同比	2024H1环比
江铜富冶和鼎	2.4	3.5	5.4	119.3%	51.1%
铜陵金隆	3.7	4.8	4.6	24.3%	-4.2%
铜陵赤峰金通	1.4	4.9	3.0	114.3%	-38.8%
云铜东南铜业	2.6	4.9	3.5	32.2%	-28.9%
云铜赤峰	3.1	3.1	4.5	45.3%	46.2%
山东中金铜业	2.5	3.1	2.6	4.1%	-16.9%

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

图：铜精矿加工费对铜价的指向意义



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

铜：国内阴极铜产量环比下降

◆ 冶炼厂检修，国内阴极铜产量环比下降

- SMM预计10月中国阴极铜产量99.35万吨，同比持平，环比下降1.1%。1-10月国内阴极铜产量累计995.6万吨，同比增长5.0%。

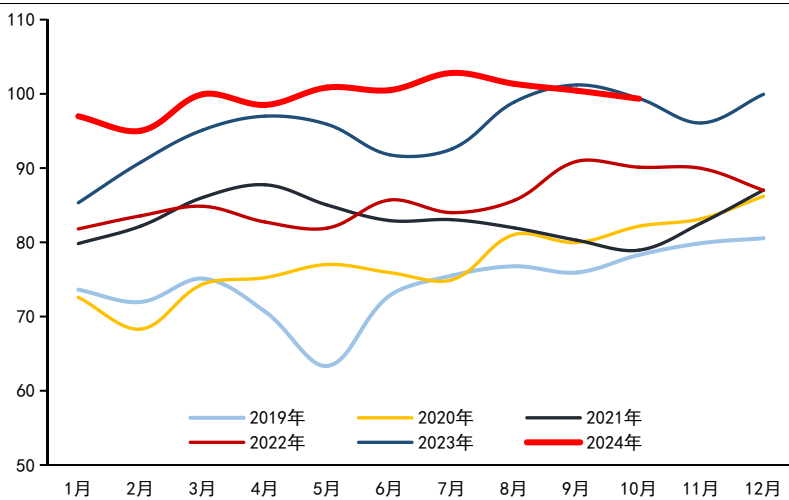
◆ 8月全球铜精矿产量194.5万吨

- 8月全球铜精矿产量194.5万吨，同比增长3.6%，2024年1-8月全球铜精矿累计产量1488.8万吨，同比增2.7%。

◆ 8月全球精炼铜产量192.5万吨

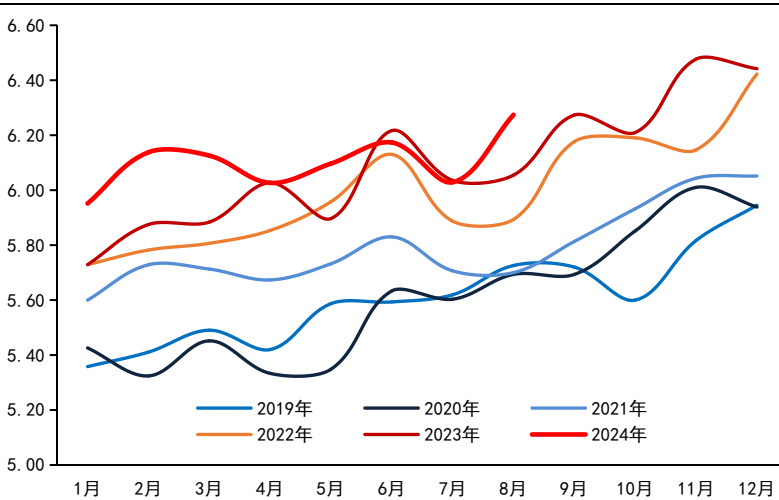
- 8月全球精炼铜产量192.5万吨，同比增1.6%，2024年1-8月全球精炼铜累计产量1531.4万吨，同比增3.7%。

图：中国精炼铜月度产量（万吨）



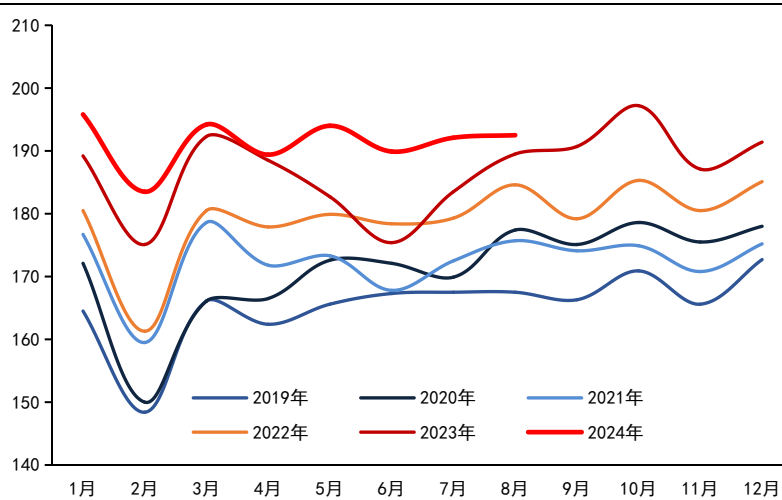
资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图：全球铜精矿日度产量（万吨/日）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：全球精炼铜月度产量（万吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

铝：氧化铝价格暴涨，铝冶炼利润收窄

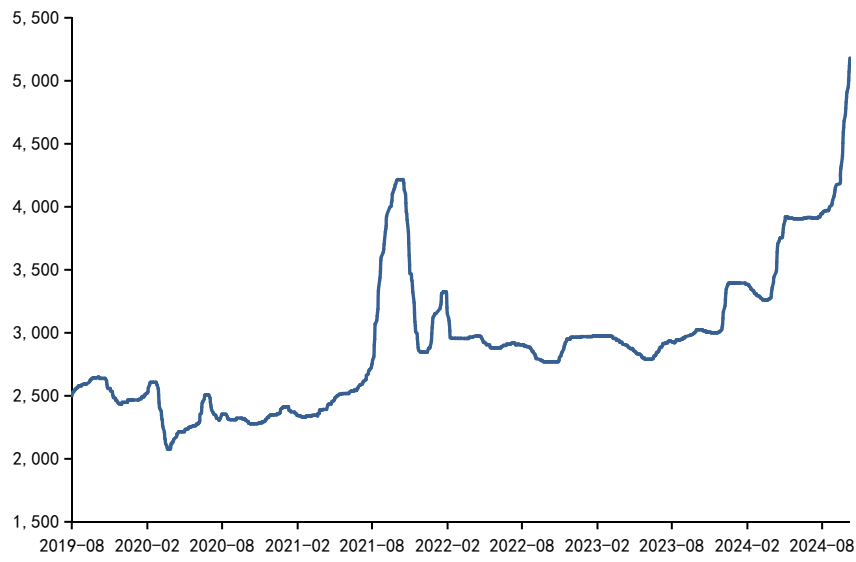
◆ 冶炼利润下滑

- 根据百川资讯消息，山东11月预焙阳极采购基准价相比10月价格下跌20元/吨，执行现汇价3670元/吨。近期石油焦和煤沥青的价格弱反弹，预计预焙阳极价格也有望止跌企稳。
- 动力煤价格方面，截至11月初秦皇岛港5500K动力煤价格850元/吨，比10月份下降10元/吨。近期铝价震荡，而煤价、预焙阳极价格变动不大，甚至稳中有降，电解铝冶炼利润相对平稳，云南水电铝企业即将进入枯水期，用电成本大幅提升，冶炼利润将明显下滑。氧化铝价格上涨挤占了大部分冶炼利润。对于氧化铝自给率高的企业，如中国铝业、中国宏桥、天山铝业、南山铝业，可以充分享受铝价高位带来的收益，对于氧化铝自给率低的企业或者没有氧化铝配套的企业，四季度冶炼利润微薄。

◆ 氧化铝价格重心上移

- 自从2017年电解铝行业供给侧结构性改革实施以来，氧化铝走向长期过剩趋势，价格长期低迷，偶有上涨，往往是短期炒作，回顾近几年走势多呈“尖顶”形态。但本轮氧化铝价格上涨是在电解铝利润长期维持在高位的情况下，且河南、山西等地国产矿确实面临品位严重下滑，资源可用年限缩短等问题。过去几年氧化铝均价不到3000元/吨，这种价格下，河南、山西氧化铝厂普遍亏损，今后来看很难成为常态，需要给氧化铝环节合理利润。但长期看氧化铝市场是需求不再增长，供应还在释放，根据安泰科统计，2025年新增氧化铝产能多达700万吨，但国内电解铝产能仅新增10万吨，氧化铝将重回过剩。随着几家氧化铝厂新增产能投产，价格重心可能在今年四季度末开始下降，预计3400-3500元/吨是长期合理区间。

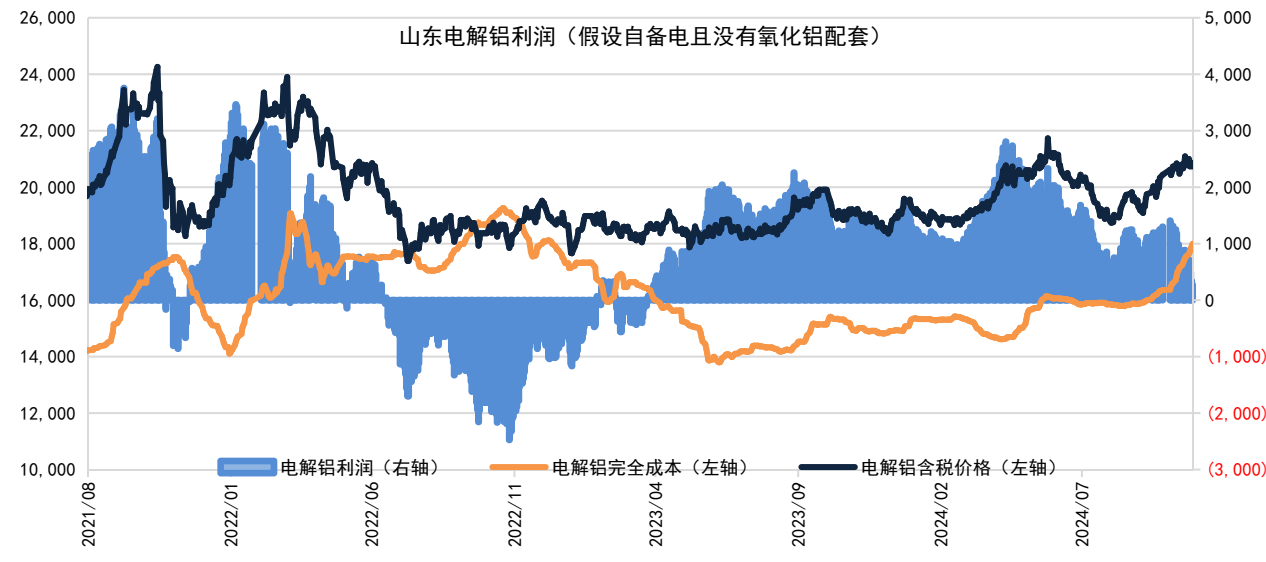
图：山西氧化铝价格走势（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：山东地区铝冶炼厂利润（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

锌：锌精矿加工费跌至历史低位

◆ 2024年8月年全球锌精矿产量同比下降1.6%

• 根据国际铅锌研究小组数据，8月全球锌精矿产量97.8万吨，同比下降1.6%，1-8月份全球锌精矿产量766.8万吨，同比下降4.2%。

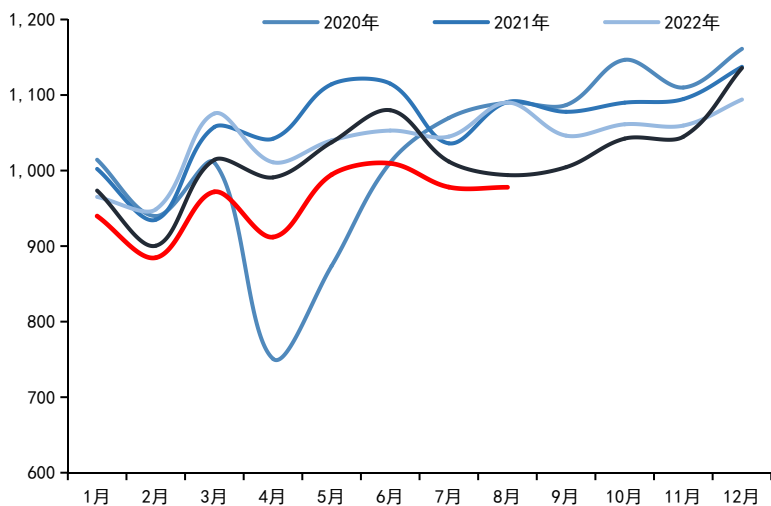
◆ 2024年8月全球精炼锌产量同比下降1%

• 根据国际铅锌研究小组数据，8月全球精炼锌产量113.5万吨，同比下降1.0%，1-8月份全球精炼锌产量911.4万吨，同比下降1.0%。

◆ 国产锌精矿加工费跌至1300元/吨

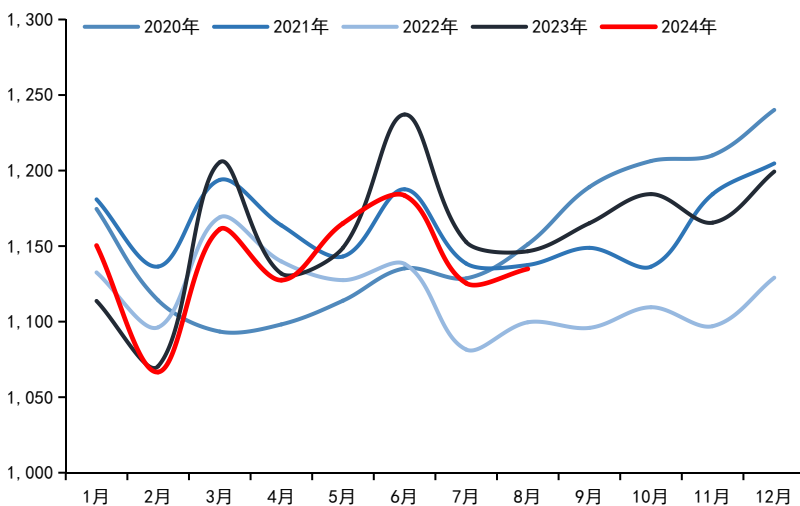
• 与铜类似，由于锌精矿产量收缩，而去年的冶炼产量高增长，锌精矿的加工费自去年2月份以来持续阴跌。截至2024年11月初，SMM报的国产锌精矿现货加工费跌至1300元/吨以下，进口锌精矿加工费跌至负数，为-40美元/吨，处于历史低位。即使考虑锌价二八分成，锌冶炼厂也处于盈亏边缘，又因为再生锌占比小，所以精炼锌的供应端呈收缩趋势，这是锌价走势相对强的原因。从上市公司三季度产量来看，一些国内锌冶炼厂在通过减产应对精矿短缺。

图：全球锌精矿月度产量（千吨）



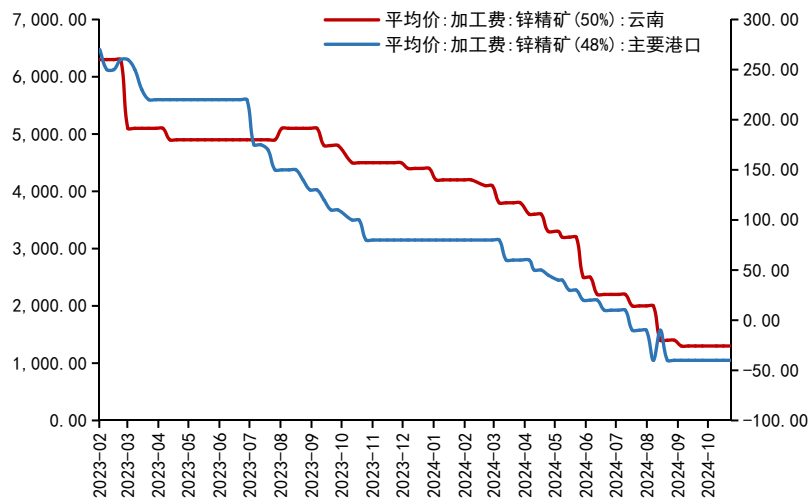
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：全球精炼月度产量（千吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：锌精矿加工费



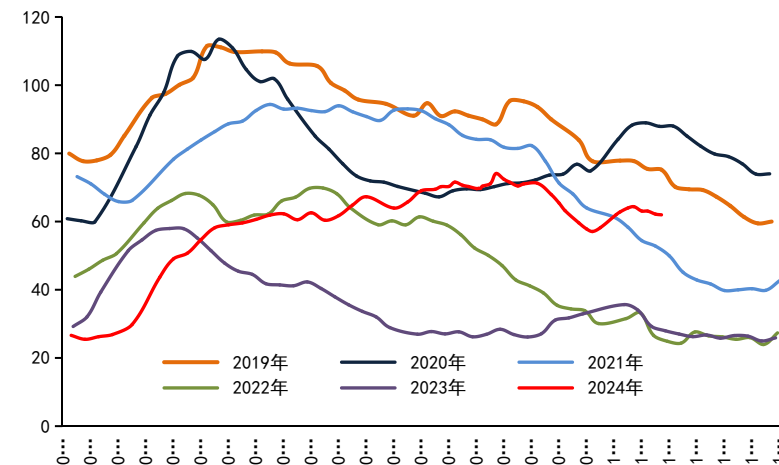
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

工业金属：库存压力不大，边际变化更重要

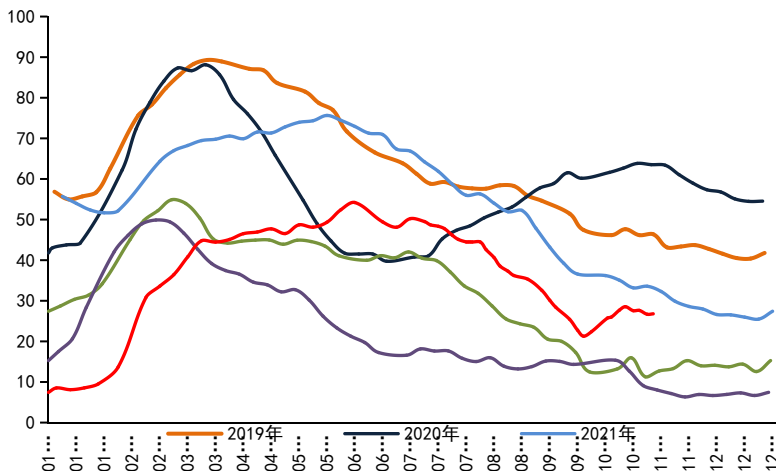
◆工业金属都在去库存

- 3月中旬以来工业金属价格大幅上涨，抑制了部分下游需求。铜、锌库存高于去年同期，但随着6月份以来价格下跌，前期被抑制的需求恢复，铜和锌的库存都有显著下降，已降至往年平均水平，尤其是铜，目前国内和LME铜库存都在下降，COMEX铜也即将结束累库，全球铜库存在拐头向下；铝的库存符合季节规律，目前也已经降至历年同期最低位置附近。

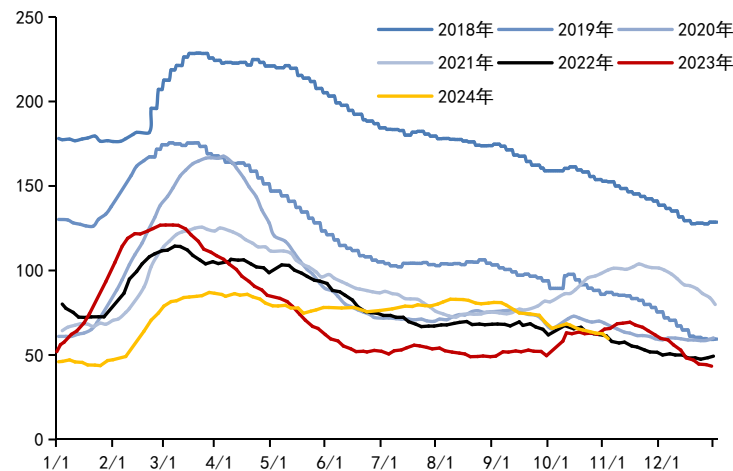
图：全球铜库存季节图（万吨）



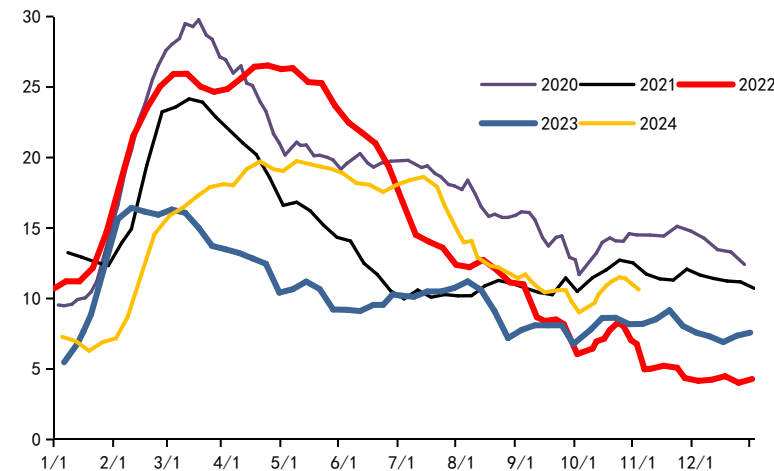
图：国内铜库存（万吨）



图：国内铝锭库存季节图（万吨）



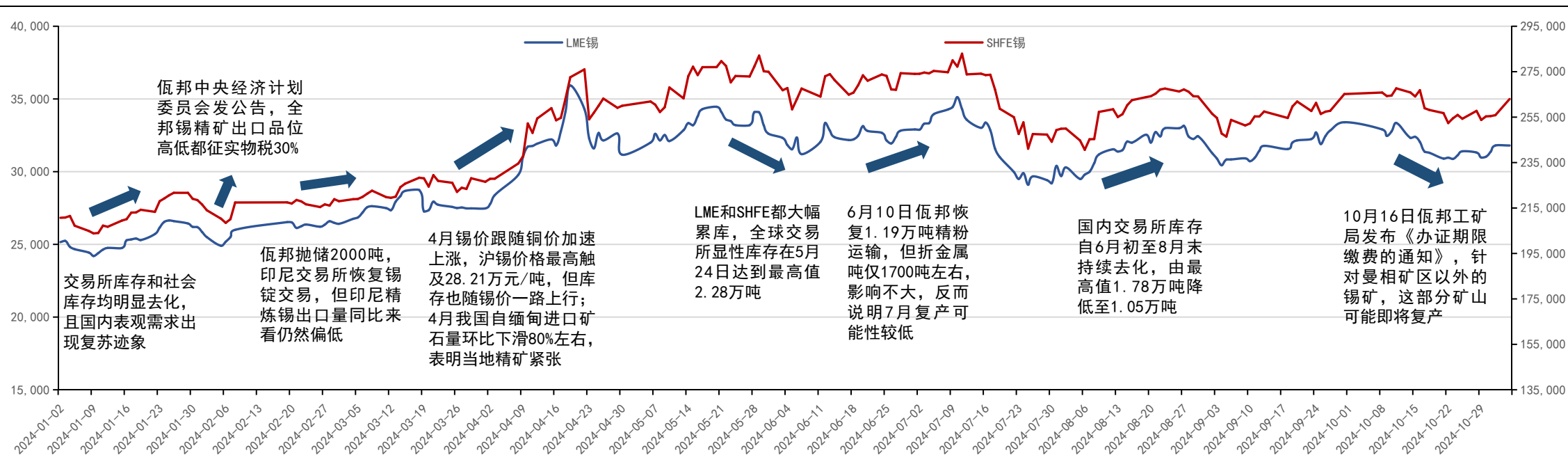
图：国内锌锭库存（万吨）



锡：2024年价格复盘

- 近期锡价扰动主要集中在供给侧。2024年以来锡价中枢较2023年明显抬升，整体来看商品价格随宏观经济数据、供需催化、库存数据等因素不断调整。从23年8月开始，对于锡造成最大扰动的供给侧因素为佤邦的矿山停产。10月16日佤邦工矿局针对曼相矿山以外的锡矿发布《办证期限缴费的通知》，通知里面提及“各申请办理相关许可证的矿业公司，务必于中央经济计划委员会领导批示后的15个工作日内，完成所有相关费用的缴纳”，相关企业在收到通知缴纳完相关的费用之后，预计有望复产。该通知发布后市场对佤邦复产的时间预期有所提前，但11月1日佤邦又对曼相矿山片区发布通知，对私自偷挖乱采的人员列示了相应处罚措施。

图：2024年锡价走势复盘（2024.1.2-2024.11.4）



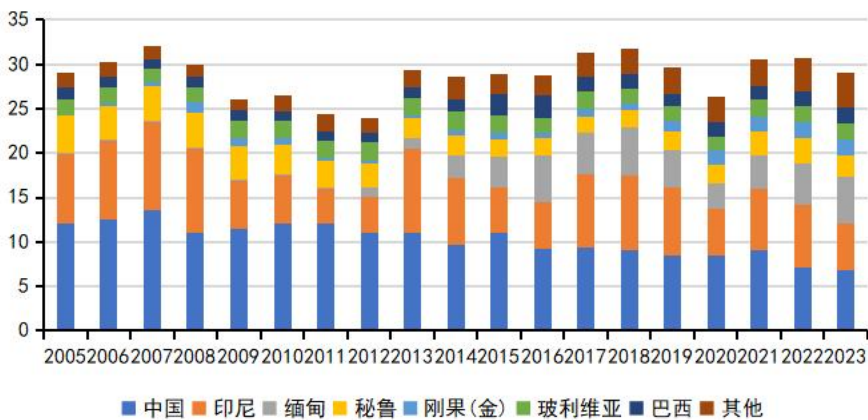
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

锡：2024年新项目主要集中在非洲和澳洲，2025年增量有限



- 全球锡矿新增项目有限。**全球锡矿资源大型和特大型矿床数量相对较少，中、小型锡矿床数量偏多，且开采方式以地下开采为主。另外相较于其他矿种，全球锡矿资源勘查投入不足，新发现锡矿床较少，新增储量远远赶不上锡矿资源消耗量，因此全球锡矿储量呈现逐渐下降趋势。中国是全球最大的锡资源储量国和产量国，锡矿资源以原生矿、大中型矿为主，但由于矿山开采年限久，近年来存在品位下降的问题，21-23年矿产量为9.0/7.1/6.8万吨。东南亚地区印尼、缅甸和马来西亚等地区为全球最重要锡矿带之一，以锡矿砂、中小型矿为主，其中印尼因雨季、采矿配额延迟发放、出口许可证更新等原因，产量下滑较为严重，23年产量5.2万吨，同比-25%。非洲地区（刚果金、纳米比亚等）改变传统的手工和小规模生产方式，提高机械化，锡矿产量有所增加，23年增幅不大，23年随着Mpama南部矿的投产，或有0.3-0.4万吨增量。澳洲地区虽然目前锡矿产量较低，但锡资源成矿条件好，未来有较大的扩产潜力。USGS数据显示，过去几年全球锡精矿供给稳定在30万吨上下的水平，21-23年分别为30.5/30.7/29.0万吨，23年同比下滑6%。

图：全球锡矿产量（万吨）



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

表：2024年海外主要新增锡矿项目（金属吨）

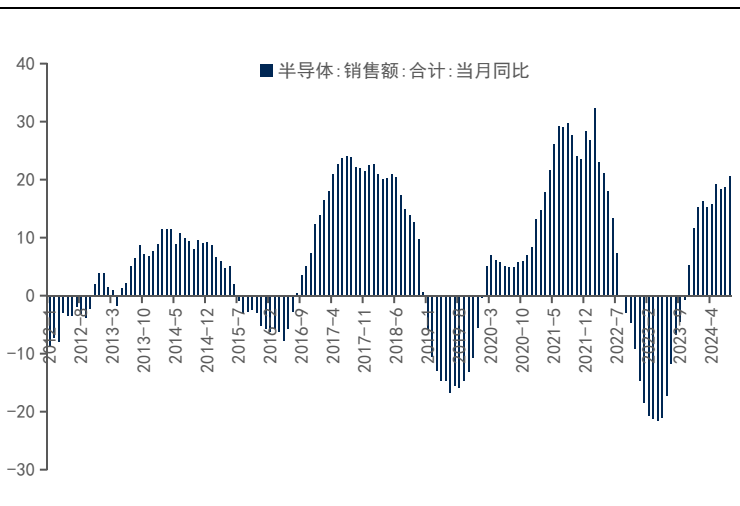
地区	项目名称	所属矿企	2024年增量E	投产时间
刚果（金）	Mpama南部	Alphamin	3000	2022年初开始建设，2024年试产
澳洲	Taronga	AusTinMining/ First Tin Limited	1000	2023年底完成可研，2024年试产
澳洲	renison	Metals X	1000	已达产，可能继续增产1000吨
巴西	Massangana	Auxico resources	1000	2023年二季度投产
秘鲁	Nazareth	Minsur	1000	最快2024年试运营
西班牙	Oropesa	Elementos	1000	2023年初完成钻探活动，2025年达产
刚果（金）	Manono	AVZ Minerals Limited	500	2020年完成可研，2023年开始生产
英国	Hemerdon+Drakelands	Tungsten West	500	2023年下半年复产

资料来源：各公司官网，ITA，国信证券经济研究所整理

锡：9月缅甸锡精矿供给降至近4年最低

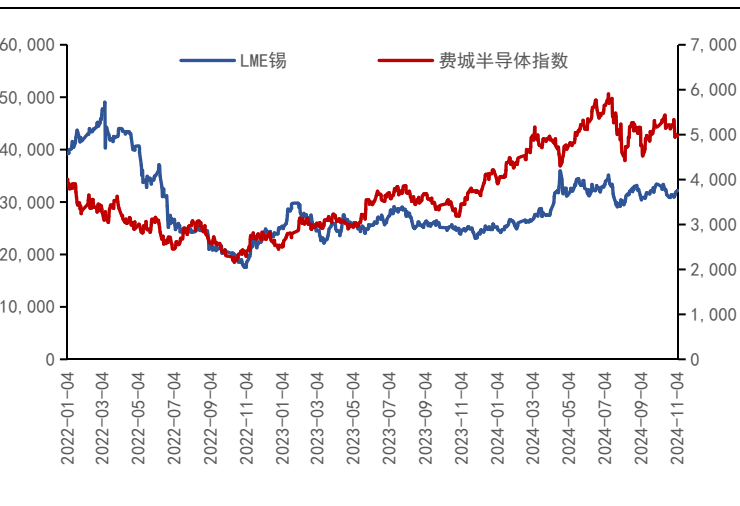
- **全球半导体销售额已连续10个月同比正增长。**锡焊料是最主要的消费领域，在全球锡消费中的占比高达49%。鉴于电子焊料在锡消费结构中的重要地位，锡价与全球半导体销售额、费城半导体指数等指标相关性很高。2024.6-2024.8，全球半导体销售额分别为499.8/513.2/531.2亿美元，同比增速分别为18.30%/18.70%/20.60%，环比增速分别为1.75%/2.68%/3.51%，同比增速自2023年11月起持续为正，环比增速也从今年4月开始由负转正。另外，近期锡价和费半走势相关性较高。
- **9月缅甸锡精矿供持续下降。**2024年2月7日，佤邦中央经济计划委员会发布“关于锡精矿出口统一收取实物税的通知”，称自当日起，全邦锡精矿出口暂停征收现金税，无论锡精矿品位高低，一律统一按30%税率收取实物税。此前20%以下的精矿不征收实物税，政策修改后，我国自缅甸进口锡精矿量将会有所下降。佤邦自2023年8月开始停产，今年3月及以前我国自缅甸进口锡矿量仍无明显下滑迹象，但4月开始月进口量环比下滑78%，说明23年4-8月之间佤邦囤积的矿石库存或将消耗完。2024.7-2024.9缅甸锡矿进口量分别为0.68/0.29/0.14万吨（实物吨），9月进口量已经下降至近4年的最低值。
- **新能源领域用锡也能够拉动锡消费。**新能源用锡主要指的是光伏用锡及新能源汽车用锡：1）光伏，锡在光伏中的应用为焊带的表面涂层，用量为72吨/GW，2023年光伏用锡2.5万吨，占锡消费6%，2025年或达4.2万吨，占锡消费10%；2）新能源汽车，较传统燃油车而言锡需求翻倍，用量约700g/辆，因此电动汽车渗透率的提升可拉动锡需求。

图：全球半导体销售额当月同比（十亿美元，截至2024.8）



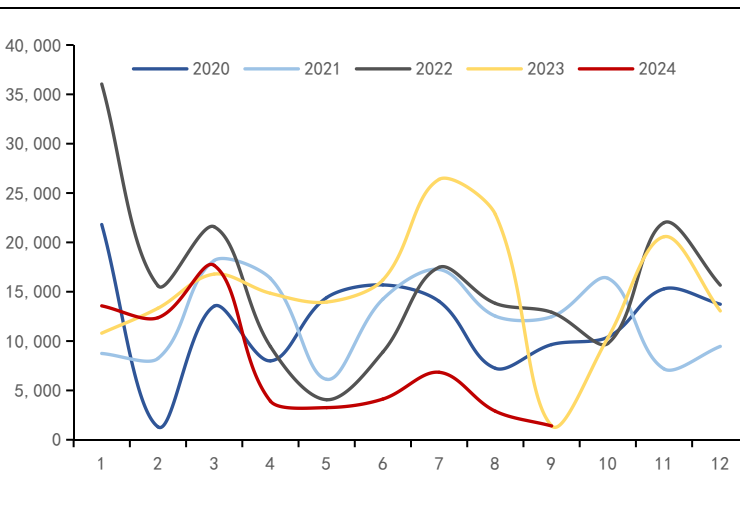
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：费城半导体指数与LME锡收盘价对比（截至2024.11.5）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国自缅甸进口锡矿砂及精矿量（吨，截至2024.9）

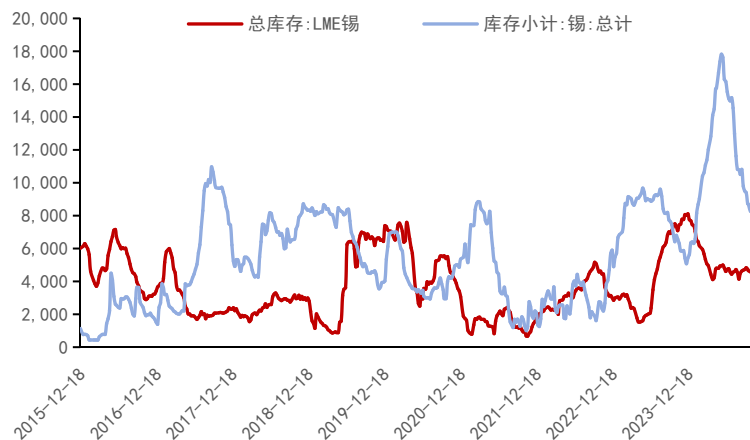


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

锡：交易所库存大幅去库，冶炼加工费低位运行

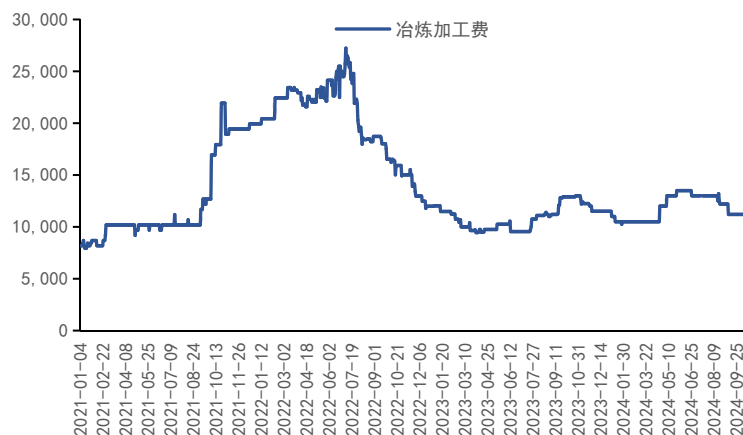
- 全球交易所显性库存已经降至去年年中水平。截至11月1日，SHFE锡库存为8,522吨，较10月初下降176吨；LME锡库存为4,670吨，较10月初上升10吨；交易所库存合计13,192吨，较10月初下降166吨。在涨价过程中，冶炼厂希望通过出售过往的低价产成品库存或卖出交割来提升利润，因此3-5月交易所库存快速累积，6月至今这个现象已经不明显。
- 冶炼加工费下降至1.12万元/吨。根据百川盈孚数据，截至11月4日，锡锭价格为26.19万元/吨，60%锡精矿价格为25.07万元/吨，冶炼加工费为11,200元/吨，由6月初的13,500元/吨出现明显下调。
- 上海有色网数据显示，2024年7-9月我国锡锭月度产量分别为1.59/1.55/1.05万吨；百川盈孚数据显示，2024年7-9月我国锡锭月度产量分别为1.39/1.37/0.94万吨，冶炼开工率分别为59.51%/58.95%/40.49%，9月开工率明显下降。

图：沪锡+伦锡库存与锡价走势对比（截至2024.11.1）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：精矿冶炼加工费回升（元/吨，截至2024.11.4）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：国内锡锭产量及开工率（吨，截至2024.9）



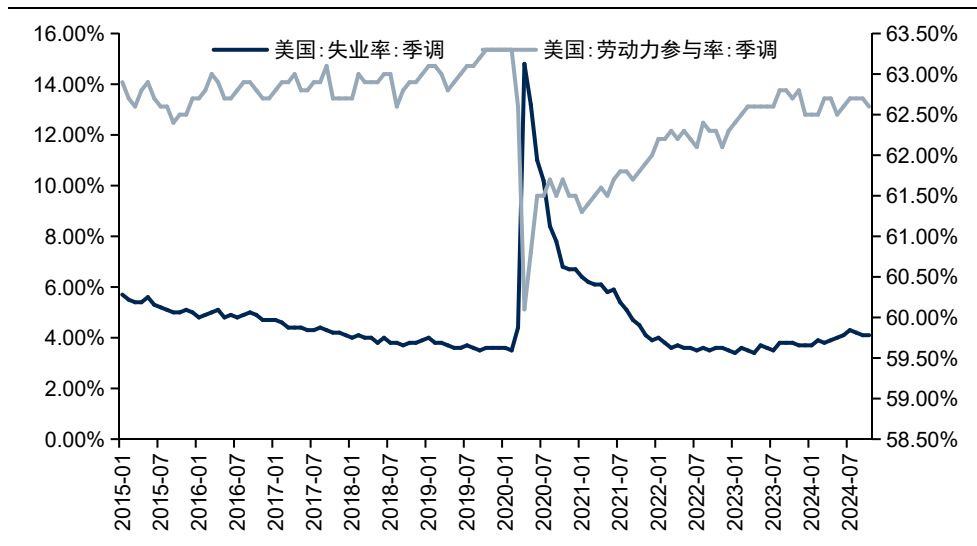
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

贵金属行业分析

金价迭创新高，预期美联储第二次降息临近

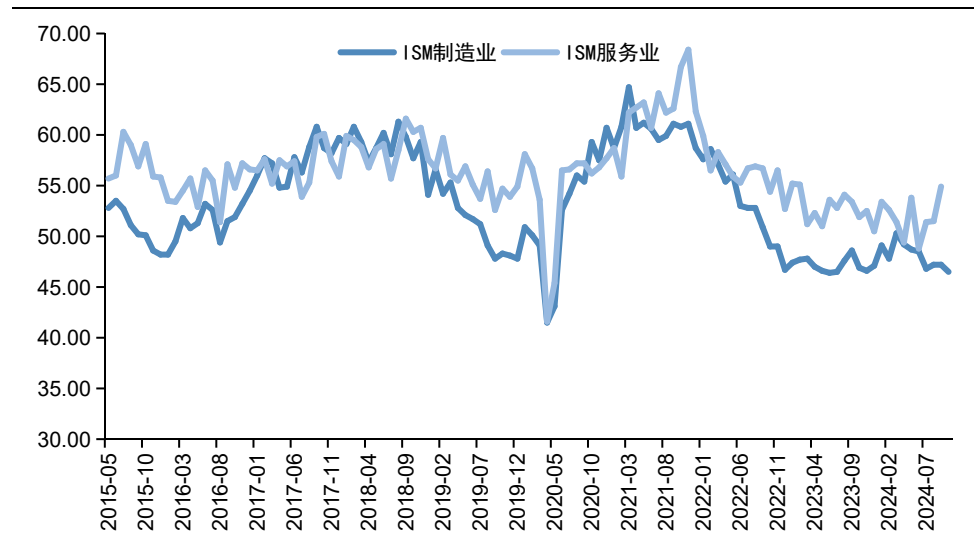
- ◆ **今年三季度GDP表现略低预期但依然强劲。**美国商务部于10月30日公布首次预估数据显示，2024年三季度GDP环比折年率增长2.8%，低于预期的3.0%，但依然强劲。其中，三季度的个人消费支出增长3.7%，非住宅类固定资产投资增长3.3%，住宅类固定资产投资下降5.1%。
- ◆ **10月失业率环比持平，但非农数据远低于预期。**美国10月失业率环比持平在4.1%，但10月非农就业人数增加仅1.2万人，远低于市场预期的10.5万人，也远低于过去一年的月均水平。10月非农数据大幅回落，主要是由于美国遭遇了两场飓风的侵袭，对劳动力市场产生了不小的冲击，另外从10月1日起由于工资等问题导致新劳动合同谈判破裂，美国东海岸和墨西哥湾沿岸36个港口约4.5万名码头工人举行罢工，罢工持续3天，也对就业数据产生了负面影响。目前来看，10月非农数据的“噪音”，暂时不会改变美联储的货币政策节奏。
- ◆ **10月制造业PMI创年内新低。**美国10月ISM制造业PMI为46.7，低于9月的47.2%，创年内新低，表明美国制造业仍面临严峻挑战。其中，新订单指数录得47.1，比9月略微上升1个百分点，但仍位于收缩区间。

图：美国失业率与劳动力参与率



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

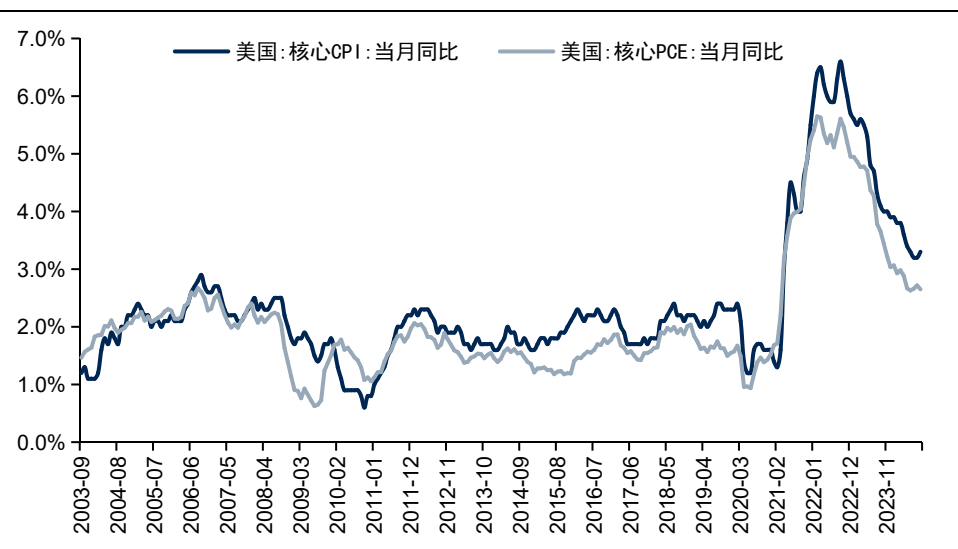
图：PMI变化



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

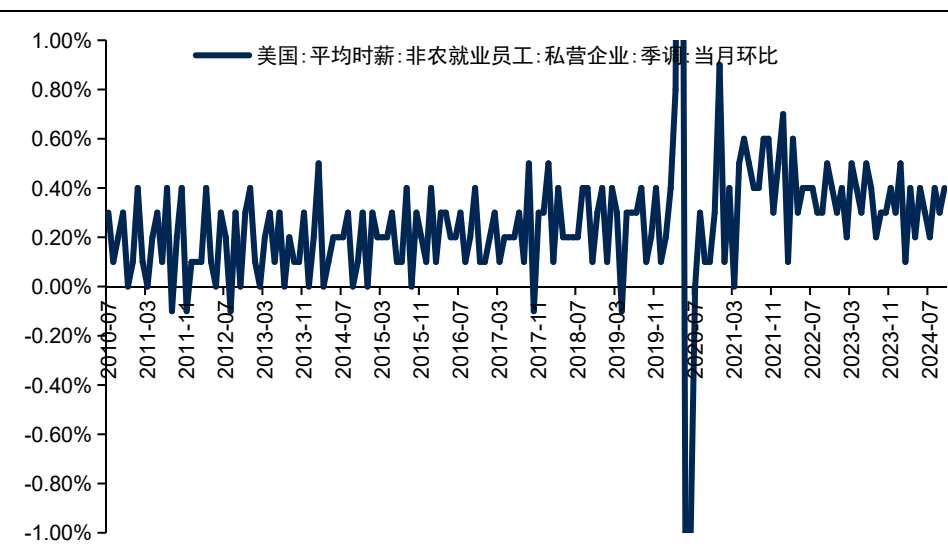
- ◆ **9月核心PCE略高于预期。**10月末，PCE数据公布，美国9月核心PCE物价指数同比上升2.7%，预估2.6%，前值2.7%；环比上升0.3%，预估0.3%，前值0.1%。PCE通胀指标略高于预期，也支持了美联储在9月大幅降息之后放缓降息步伐。
- ◆ **9月CPI和核心CPI均略高于预期。**美国9月CPI同比增加2.4%，前值2.5%，市场预期2.3%；核心CPI同比增加3.3%，前值3.2%，市场预期3.2%。其中，9月住所CPI当月同比增长4.9%，前值为5.2%，此前2023年3月高点为8.3%；当月环比增长0.2%，前值为0.4%；住所CPI当月有较明显降温。
- ◆ **9月时薪增速高于预期。**9月平均时薪同比增速录得4.0%，高于预期的3.8%，前值由3.8%修正为3.9%；平均时薪环比增速录得0.4%，高于预期的0.3%，前值由0.4%修正为0.5%。

图：美国CPI和PCE变化



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图：美国非农就业员工平均时薪当月环比

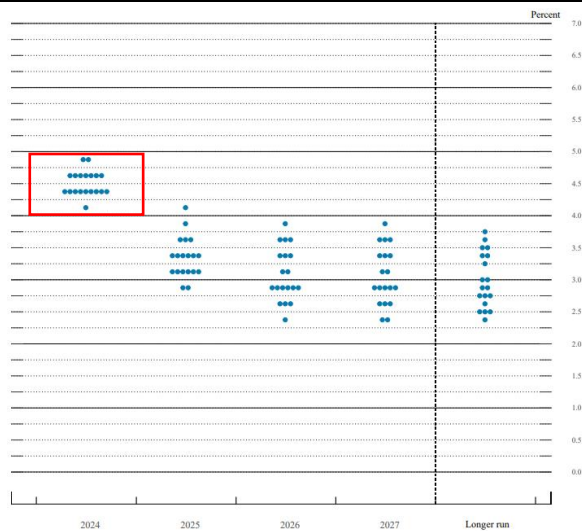


资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

9月降息50bp，市场预期11月再降息25bp

- ◆ **9月议息会议降息50bp**。9月18日，美联储发布9月议息决议，联邦基金目标利率下降50bp至4.75%-5.00%，超出市场预期。委员会力求在长期内实现最大就业和2%通货膨胀率。委员会认为，对通胀持续降至2%更有信心，实现就业和通胀目标的风险大致平衡。经济前景仍不明朗，委员会关注其双重任务中的双方面风险。在考虑对联邦基金利率目标范围进行进一步调整时，委员会将仔细评估传入数据、不断变化的前景和风险平衡。此外，委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。
- ◆ **市场预期11月再降息25bp**。美联储利率决策由数据驱动，也就决定了降息节奏受就业及通胀数据的影响。近期美国各项经济数据仍有韧性，但暂时不会改变美联储的货币政策节奏，市场普遍预期美联储11月将再降息25bp，目前CME预测显示，11月降息25bp的概率为98.4%，降息50bp的概率为1.6%。

图：美联储议息会议纪要点阵图



资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

图：CME利率预测（11月4日）

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/11/7					0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	98.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	78.8%	20.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	46.0%	44.8%	8.4%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	30.6%	45.2%	20.8%	2.9%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	14.8%	37.6%	33.6%	12.3%	1.5%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.1%	8.0%	27.0%	35.4%	22.2%	6.5%	0.7%
2025/7/30	0.0%	0.0%	2.4%	13.5%	29.4%	31.6%	17.7%	4.8%	0.5%
2025/9/17	0.0%	0.6%	5.2%	17.5%	30.0%	28.1%	14.5%	3.8%	0.4%
2025/10/29	0.1%	1.4%	7.2%	19.5%	29.7%	25.9%	12.7%	3.2%	0.3%
2025/12/10	0.3%	2.1%	8.8%	20.8%	29.2%	24.2%	11.5%	2.8%	0.3%

资料来源：CME Group，国信证券经济研究所整理

- ◆ 黄金储备是一国货币当局持有的，用以平衡国际收支，维持或影响汇率水平。作为金融资产持有的黄金，流动性极佳，在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面有着特殊作用。近年来，风险事件多发，为应对逆全球化发展趋势、日趋复杂的地缘政治局势等，全球央行大幅增加黄金持有量。而对于新兴经济体而言，对黄金的配置还可多元化其官方储备，降低对美元的过度依赖。
- ◆ **央行购金对金价形成中长期推力。**世界黄金协会数据显示，2022年各国央行购金大幅提升，全年量达1082吨；2023年各国央行继续保持净购入，全年量达1037吨，成为最强劲的需求支撑点；新兴市场的黄金配置需求持续提升。今年上半年，各国央行购金量达507吨；今年三季度，各国央行购金步伐有所放缓，购金量达186吨；但年初至今的购金量则与2022年同期持平。虽然金价上涨可能会影响各国央行对黄金的需求，但净购买的长期趋势保持不变。

表：全球黄金供需平衡表（吨）

	2022	2023	2023年第1季度	2023年第2季度	2023年第3季度	2023年第4季度	2024年第1季度	2024年第2季度	2024年第3季度
供应量									
金矿产量	3,624.80	3,644.40	855.10	900.90	940.40	939.90	871.60	907.00	989.80
生产商净套保量	-13.10	17.00	39.40	-19.50	19.40	15.90	-24.80	8.50	0.20
回收金	1,140.10	1,237.30	311.90	323.90	289.20	314.00	350.20	336.40	323.00
总供应量	4,751.90	4,898.80	1,206.40	1,205.30	1,249.00	1,269.70	1,197.00	1,251.90	1,313.00
需求量									
金饰制造	2,195.40	2,168.00	531.00	493.70	581.70	585.80	536.40	408.20	543.30
科技用金	308.70	297.80	71.20	71.00	75.40	80.20	80.50	80.20	83.00
投资需求	1,113.00	945.10	275.30	252.50	155.80	257.10	203.70	266.10	364.10
金条和金币总需求量	1,222.60	1,189.50	303.90	273.70	295.00	312.90	316.70	273.20	269.40
黄金ETFs及类似产品	-109.50	-244.40	-28.60	-21.10	-139.20	-55.70	-113.00	-7.10	94.60
各国央行和其他机构	1,081.90	1,037.40	286.20	173.60	357.70	219.60	305.20	202.20	186.20
黄金需求	4,699.00	4,448.40	1,163.70	990.80	1,170.60	1,142.80	1,125.80	956.70	1,176.50
场外交易和其他需求	52.80	450.40	42.70	214.50	78.40	126.90	71.20	295.20	136.50
总需求	4,751.90	4,898.80	1,206.40	1,205.30	1,249.00	1,269.70	1,197.00	1,251.90	1,313.00
LBMA黄金价格（美元/盎司）	1,800.09	1,940.54	1,889.90	1,975.90	1,928.50	1,971.50	2,069.80	2,338.20	2,474.30

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

稀土行业分析

国内指标增速放缓，缅甸出口可能受阻

- **2024年稀土矿开采指标同比增速6%，缅甸稀土出口可能受阻。**2023年，我国稀土矿开采指标25.5万吨，同比增长21.4%；稀土冶炼分离指标24.4万吨，同比增长20.7%。2024年2月，工信部、自然资源部下达2024年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，指标分别为13.5万吨和12.7万吨；8月20日下达第二批指标，与第一批持平；2024年全年轻稀土与中重稀土开采指标较2023年增长5.9%。国内稀土供给增速放缓的同时，上半年海外轻稀土供给出现负增长，美国Mountain Pass 2024H1稀土矿产量2.02万吨，同比下滑6%；澳大利亚Mount Weld 2024年Q1-Q3稀土矿产量8455吨，同比下滑32%。10月末，有消息显示缅甸克钦独立军近日宣布已经控制该国稀土矿区，反叛武装控制该地区可能影响稀土精矿出口，而克钦邦是缅甸最主要的稀土产地，今年前三季度我国从缅甸进口3.1万吨稀土氧化物，占氧化物总进口量76%，占国内进口稀土矿产品40%，若缅甸稀土无法出口，将对我国稀土供给产生较大影响。

2023年国内指标充裕，2024年指标增速放缓



- 稀土开采、冶炼分离总量指标持续增长，但增速放缓。**2023年，我国稀土矿开采指标25.5万吨，同比增长21.4%；稀土冶炼分离指标24.4万吨，同比增长20.7%。2024年2月，工信部、自然资源部下达2024年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，指标分别为13.5万吨和12.7万吨；8月20日下达第二批指标，与第一批持平；2024年全年轻稀土与中重稀土开采指标较2023年增长5.9%。在持续增长的需求下，指标保持增长，一定程度上，行业供给由指标调节向市场化调节转向。

表：稀土矿指标（单位：吨）

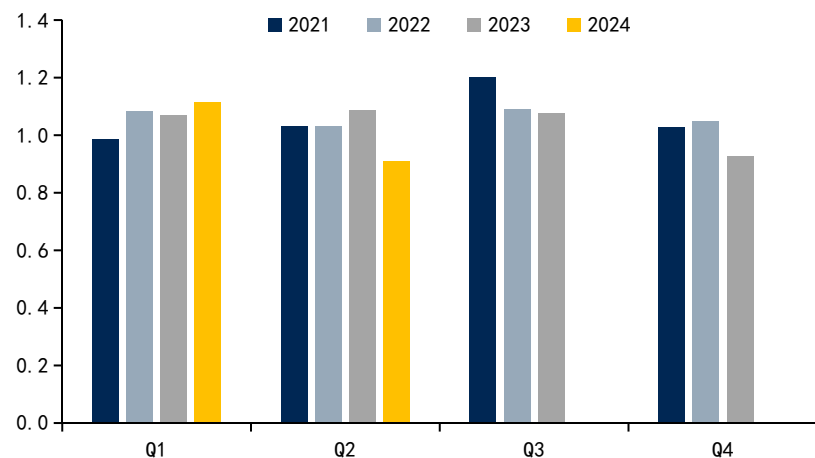
稀土矿指标		中国稀土集团有限公司	中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	广东省稀土产业集团有限公司	厦门钨业股份有限公司	合计
2023年第一批	岩矿型稀土	28114	80943	0	0	109057
	离子型稀土	7434	0	1543	1966	10943
	合计	35548	80943	1543	1966	120000
2023年第二批	岩矿型稀土	26086	85707	0	0	111793
	离子型稀土	5576	0	1157	1474	8207
	合计	31662	85707	1157	1474	120000
2023年第三批	岩矿型稀土	3000	12000	0	0	15000
	离子型稀土		0	0	0	0
	合计	3000	12000	0	0	15000
2023年全年	岩矿型稀土	57200	178650	0	0	235850
	离子型稀土	13010	0	2700	3440	19150
	合计	70210	178650	2700	3440	255000
2024年第一批	岩矿型稀土	30280	94580			124860
	离子型稀土	10140	0			10140
	合计	40420	94580			135000
2024年第二批	岩矿型稀土	31920	94070			125990
	离子型稀土	9010				9010
	合计	40930	94070			135000
2024年全年	岩矿型稀土	62200	188650			250850
	离子型稀土	19150				19150
	合计	81350	188650			270000

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

海外轻稀土矿供给同比呈现负增长

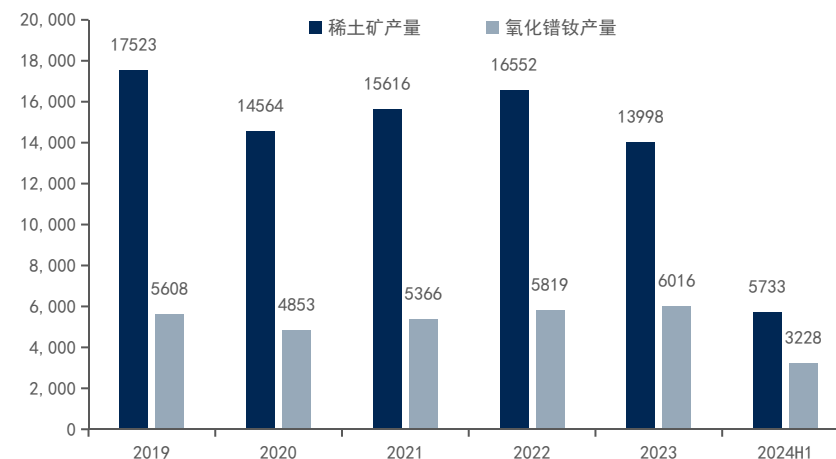
- **美国Mountain Pass 2024H1稀土矿产量2.02万吨，同比下滑6%。**Mountain Pass以产出氟碳铈轻稀土矿为主，稀土储量约130万吨REO，平均REO品位为7.98%。在二十世纪六十年代到九十年代间，Mountain Pass是全球最重要的稀土供应来源；随着中国稀土产业的崛起，MP逐步停产；2017年，MP Materials接手MP矿山，随后立刻开始恢复工作，产能开始逐步爬坡。2021年起，公司稀土精矿的产量达到了4万吨REO/年，2021-2023年，MP的稀土矿产量分别为4.24/4.25/4.16万吨REO。2023年11月，公司公告称计划扩大产能至6万吨/年，预计在4年内达产，但今年上半年公司稀土矿产量仅2.02万吨REO，较2023H1的2.15万吨同比下滑了6%左右。
- **澳大利亚Mount Weld 2024前三季度稀土矿产量8455吨，同比下滑32%。**Mt Weld是全球另一重要的在产稀土矿山，储量丰富、品位高，以轻稀土为主。截至2024年6月，Mt Weld稀土氧化物总储量达206.4万吨REO，相较于2018年增加了22%，但氧化物含量却从8.6%下降至6.4%。2000年，Lynas获得Mt Weld矿权，经过勘探、试冶等，于2008年开始开采，设计产能2.5万吨/年。2021-2023年，公司稀土矿产量分别为1.56/1.66/1.40万吨REO。2024年Q1-Q3，公司稀土矿产量合计8455吨，较2023年同期的12432吨同比下滑32%左右。

图：Mountain Pass稀土精矿单季度产量（单位：万吨REO）



资料来源：MP Materials，国信证券经济研究所整理

图：Lynas稀土矿产量（吨REO）、氧化镨钕产量（吨）

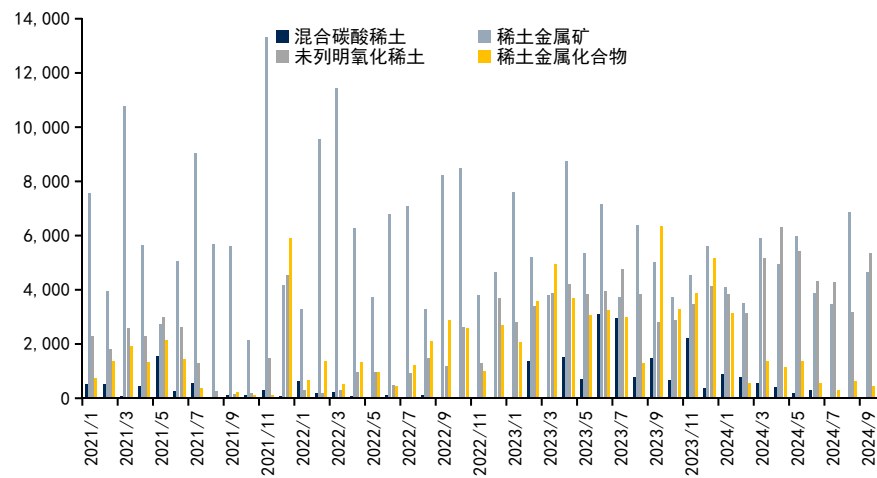


资料来源：Lynas，国信证券经济研究所整理

9月稀土金属矿进口量环比有所下滑

- **稀土是我国重要的战略金属。**2023年11月3日，国务院常务会议研究推动稀土产业高质量发展有关工作，会议指出，稀土是战略性矿产资源。要统筹稀土资源勘探、开发利用与规范管理，统筹产学研用等各方面力量，积极推动新一代绿色高效采选冶技术研发应用，加大高端稀土新材料攻关和产业化进程，严厉打击非法开采、破坏生态等行为，着力推动稀土产业高端化、智能化、绿色化发展。
- **行业高度集中，供应有序。**长期以来，稀土产业发展受到高度重视，行业管控不断加强，资源配置愈发合理。2022年至今，中国稀土集团先后与江铜集团、广晟集团、湖南省人民政府、四川省自然资源投资集团、云南省人民政府、厦门钨业展开合作，塑造行业一南一北新格局。供给端高度集中的稀土行业或更有效的统筹稀土资源勘探、开发利用。
- **9月稀土金属矿进口量下滑，氧化稀土进口量提升。**2024年9月，我国没有进口混合碳酸稀土；进口稀土金属矿量4661吨，环比-32.09%；进口未列明氧化稀土5362吨，环比+68.12%；进口稀土金属化合物449吨，环比-26.83%。

图：稀土进口情况（吨，截至2024年9月）

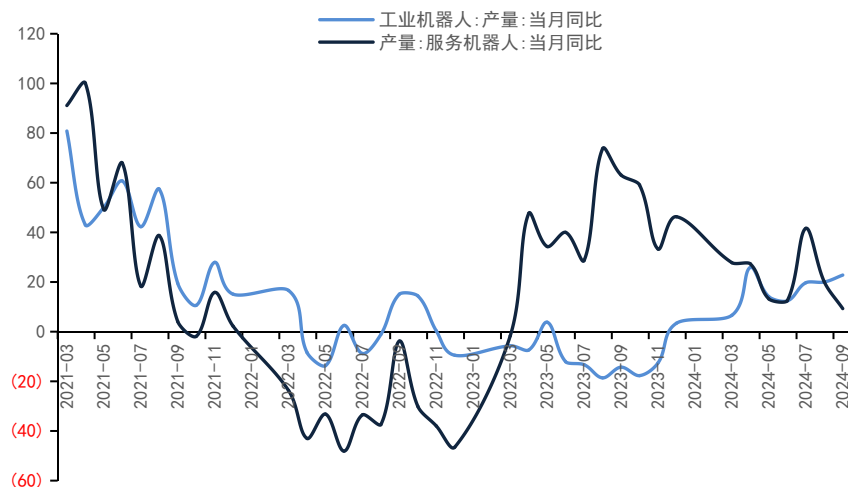


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

新能源领域需求2025年有望保持高速增长

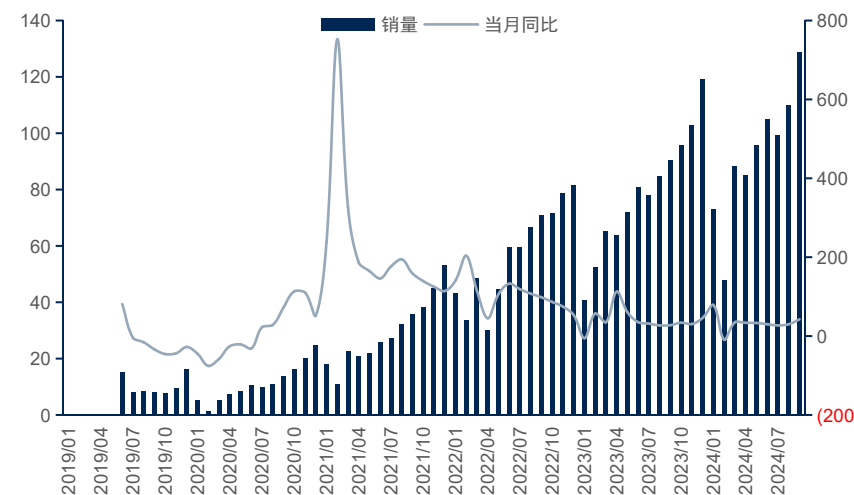
- **节能降耗导向下，稀土永磁材料优势突出。**稀土具有无法取代的优异磁、光、电性能，对改善产品性能，被广泛应用于永磁材料、抛光材料、催化材料等领域。其中永磁材料用量占比最大，增速也最快。用稀土永磁材料制造的电机具有效率高、功率密度高、力矩（转矩）高，体积小、噪音小、温升小，稳定性可靠性好等优点。在节能降耗导向下，材料优势愈发突出。
- **新能源汽车用稀土需求有望保持高速增长。**从中长期来看，汽车电动化趋势确定，我国新能源车产销量高速增长。2023年，我国新能源车销量达949.5万辆，同比增长37.9%。2024年7月销量为99.1万辆，同比增长27.1%。新能源汽车的快速发展带动稀土需求的大幅提升，新能源车也是目前高性能稀土永磁材料需求增速最快的领域。此外，近期市场对2025年风电新增装机量的预期有所提升，风电新增装机有望提升稀土需求，尤其是海风使用直驱电机，用量是半直驱电机的5倍左右。
- **人形机器人产业保持增长。**2023年11月，工信部发布《人形机器人创新发展指导意见》，提出到2025年人形机器人创新体系初步建立，整机产品达到国际先进水平，并实现批量生产。到2027年，综合实力达到世界先进水平，产业加速实现规模化发展，应用场景更加丰富，相关产品深度融入实体经济，成为重要的经济增长新引擎。人形机器人产业加速发展，未来有望打造稀土磁材需求新的增长点。

图：机器人当月产量变化（%，截至2024年9月）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：我国新能源汽车当月销量（万辆，%，截至2024年9月）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- **稀土价格已经出现底部反弹，缅甸稀土出口可能受阻。**2023年因稀土需求实际表现相对平淡，而供给指标增量相对充裕，价格弱势运行。2024年全年指标同比增速不到6%，且上半年在价格下跌和成本抬升的双重压力下海外轻稀土供应出现负增长，全球来看稀土供给侧出现明显的边际收窄，稀土价格也因此从底部回升。截至2024年11月4日，氧化镨钕、氧化镝、氧化铽价格分别为42.62万元/吨、169.0万元/吨、599.0万元/吨；11月，北方稀土集团产品挂牌价环比上升，氧化镨钕挂牌价为41.66万元/吨（环比+0.22%），金属镨钕价格为51.60万元/吨（环比+0.19%）。10月末，有消息显示缅甸克钦独立军近日宣布已经控制该国稀土矿区，反叛武装控制该地区可能影响稀土精矿出口，而克钦邦是缅甸最主要的稀土产地，今年前三季度我国从缅甸进口3.1万吨稀土氧化物，占氧化物总进口量76%，占国内进口稀土矿产品的40%。

图：氧化镨钕及氧化镝价格（元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

推荐组合



推荐组合：紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、金诚信、铜陵有色、中国铝业、中国宏桥、天山铝业、神火股份、云铝股份、赤峰黄金、兴业银锡、北方稀土。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS			PE			PB	公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS			PE			PB
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E							2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601899.SH	紫金矿业	优于大市	17.4	4,611.3	0.80	1.25	1.38	21.7	13.9	12.6	3.2	300748.SZ	金力永磁	优于大市	21.0	281.8	0.42	0.25	0.44	49.9	83.8	47.6	3.8
603993.SH	洛阳钼业	优于大市	8.0	1,727.9	0.38	0.53	0.57	21.1	15.1	14.0	2.1	000878.SZ	云南铜业	优于大市	14.0	279.9	0.90	1.04	1.20	15.5	13.4	11.6	1.6
601600.SH	中国铝业	优于大市	7.9	1,358.8	0.39	0.69	0.80	20.3	11.5	9.9	1.7	600282.SH	南钢股份	优于大市	4.4	272.5	0.34	0.37	0.43	12.8	11.9	10.3	0.9
600547.SH	山东黄金	优于大市	26.5	1,183.2	0.42	0.75	1.29	63.0	35.3	20.5	4.3	000960.SZ	锡业股份	优于大市	16.1	264.8	0.86	1.14	1.48	18.8	14.1	10.9	1.3
1378.HK	中国宏桥	优于大市	12.0	1,134.1	1.21	2.45	2.30	9.9	4.9	5.2	0.7	603979.SH	金诚信	优于大市	42.0	261.9	1.71	2.66	3.82	24.5	15.8	11.0	3.4
600111.SH	北方稀土	优于大市	23.9	862.2	0.66	0.18	0.55	36.4	132.5	43.4	3.4	000426.SZ	兴业银锡	优于大市	13.7	251.1	0.53	0.91	1.11	25.9	15.0	12.3	2.7
002460.SZ	赣锋锂业	优于大市	34.6	698.1	2.46	0.13	0.95	14.1	266.2	36.4	1.8	002738.SZ	中矿资源	优于大市	34.3	247.7	3.15	1.30	1.88	10.9	26.4	18.3	2.3
600489.SH	中金黄金	优于大市	14.2	690.3	0.61	0.75	0.95	23.3	19.0	15.0	1.9	002756.SZ	永兴材料	优于大市	39.4	212.6	6.33	2.16	2.38	6.2	18.3	16.6	2.2
000708.SZ	中信特钢	优于大市	12.2	615.2	1.13	1.13	1.17	10.8	10.8	10.4	1.9	1258.HK	中国有色矿业	优于大市	5.4	209.3	0.55	0.86	0.94	9.8	6.2	5.7	1.9
002466.SZ	天齐锂业	优于大市	36.2	593.6	4.45	-2.14	2.17	8.1	-16.9	16.7	1.7	000060.SZ	中金岭南	优于大市	5.1	188.7	0.18	0.22	0.24	28.1	23.0	21.0	1.3
000807.SZ	云铝股份	优于大市	15.0	520.2	1.14	1.36	1.73	13.2	11.0	8.7	1.7	601677.SH	明泰铝业	优于大市	13.1	163.4	1.31	1.53	1.62	10.0	8.6	8.1	0.9
000975.SZ	山金国际	优于大市	18.0	500.4	0.51	0.86	1.00	35.1	21.0	18.0	3.7	601137.SH	博威合金	优于大市	19.5	152.3	1.43	2.00	2.55	13.6	9.7	7.6	1.8
600219.SH	南山铝业	优于大市	4.2	491.8	0.30	0.37	0.38	14.0	11.4	11.1	0.7	300811.SZ	铂科新材	优于大市	48.8	137.0	1.29	1.46	1.90	37.8	33.4	25.7	5.8
000630.SZ	铜陵有色	优于大市	3.6	454.1	0.21	0.31	0.41	16.9	11.5	8.7	1.3	002240.SZ	盛新锂能	优于大市	14.7	135.2	0.77	0.99	1.08	19.1	14.8	13.6	1.6
601168.SH	西部矿业	优于大市	18.5	440.9	1.17	1.37	1.86	15.8	13.5	9.9	2.3	600595.SH	中孚实业	优于大市	3.0	119.9	0.29	0.26	0.35	10.3	11.5	8.5	1.1
000933.SZ	神火股份	优于大市	18.9	424.0	2.65	2.08	2.64	7.1	9.1	7.1	2.1	002182.SZ	宝武镁业	优于大市	10.6	104.9	0.46	0.40	0.67	23.0	26.5	15.8	2.7
002532.SZ	天山铝业	优于大市	8.5	396.3	0.48	0.89	0.93	17.8	9.6	9.2	1.2	601609.SH	金田股份	优于大市	5.9	87.4	0.37	0.27	0.34	16.0	21.9	17.4	1.3
000932.SZ	华菱钢铁	优于大市	4.6	319.9	0.74	0.47	0.59	6.3	9.9	7.8	0.7	603876.SH	鼎胜新材	优于大市	9.4	83.9	0.61	0.57	0.71	15.5	16.6	13.3	1.8
600497.SH	驰宏锌锗	优于大市	6.2	314.1	0.28	0.45	0.51	21.9	13.7	12.1	1.6	603612.SH	索通发展	优于大市	13.9	75.3	-1.40	0.70	1.72	-10.0	19.9	8.1	1.4
600988.SH	赤峰黄金	优于大市	18.7	311.7	0.49	1.02	1.32	38.2	18.4	14.2	4.1	002540.SZ	亚太科技	优于大市	5.7	70.8	0.46	0.38	0.47	12.3	14.9	12.0	1.5

资料来源：Wind、公司资料、国信证券经济研究所整理预测；备注：中国宏桥、中国有色矿业的股价和EPS已转化成人民币元

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 一、国内经济复苏不及预期；
- 二、国外货币政策边际放缓幅度不及预期；
- 三、全球资源端供给增加超预期。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032