



# 2024 年半年度有色金属行业信用风险总结与展望

联合资信 工商评级四部 李晨|马金星|于长花

2024 年 1—6 月，有色金属行业景气度以及行业内企业经营业绩呈向好态势，黄金、铜、铝、铅锌产品价格均有所上涨。

2024 年 1—6 月，行业内企业发债数量和规模较去年同期均大幅增长，发行人主体级别以 AAA 为主。从发行品种看，有色金属企业所发债券类型以短期融资券和中期票据为主。

展望 2024 年下半年，持续的“稳增长”政策支持以及美联储开启降息周期或在流动性上给予有色金属价格一定支撑。在此背景下，有色金属企业的资源禀赋优势以及全维度成本控制能力将对企业经营业绩产生较大影响，需重点关注资源禀赋差、成本控制能力弱、ESG 综合表现差以及债务负担重的有色金属企业。目前，有色金属行业发债主体信用级别普遍高，在债券市场融资环境相对宽松的情况下，有色金属行业整体信用风险可控。



**联合资信评估股份有限公司**  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



## 一、2024 年上半年有色金属行业运行情况回顾

### （一）价格回顾

2024 年 1—6 月，全球主流经济体表现向好，有色金属景气指数呈持续回升态势，在成本与需求共同支撑下，叠加市场对美联储降息预期，黄金、铜、铝、铅锌价格均有所上涨。

2024 年 1—6 月，全球制造业复苏反复，新能源行业扩张，需求预期筑底反弹，通胀整体下行，全球主流经济体表现向好，国内宏观经济亦呈现积极向好态势，叠加市场对美联储的降息预期、地缘政治冲突持续以及资源端供给扰动，金属价格大幅波动，对经济与流动性敏感的黄金、铜、锌等大宗金属价格均有上涨，主要有色金属产业景气指数均呈上升态势，有色金属产业综合景气指数自 2023 年 12 月的 25.1 持续上行至 2024 年 6 月的 28.8。

图 1 有色金属产业景气指数走势概况



2024 年 1—6 月，黄金、铜、铝、铅锌价格均呈上涨态势，其中黄金和铜价涨幅较大。具体来看，金价于 2024 年二季度上行至 2427 美元/盎司，而后开始高位横盘，截至 2024 年 6 月底，伦敦现货黄金价格为 2331 美元/盎司，较去年底上涨 12.74%；LME 铜价于 1—5 月强势上涨至 10857 美元/吨，而后因欧美经济衰退预期升温，铜等工业金属价格回落，截至 2024 年 6 月底，LME 铜价为 9477 美元/吨，较去年底上涨 12.41%；铝价波动上行，截至 2024 年 6 月底，LME 铝价较去年底上涨 6.38%至 2486 美元/吨；铅价小幅上涨，截至 2024 年 6 月底，LME 铅价为 2160 美元/吨，较去年底上涨 6.25%；锌价成本支撑凸显，呈先升后降态势，截至 2024 年 6 月底，LME 锌价较去年底上涨 11.99%至 2920 美元/吨。国内价格变动趋势与国际基本一致，受汇率因素影响，国内产品价格变动相对偏小。其中，黄金与铜价涨幅较大，2024 年上半

年，SHFE 电解铜期货价格为 74819.23 元/吨，年环比增长 9.7%；沪黄金上半年均价为 523.3 元/克，环比上涨 12.3%。

图 2 铜、铝、铅锌结算价走势概况

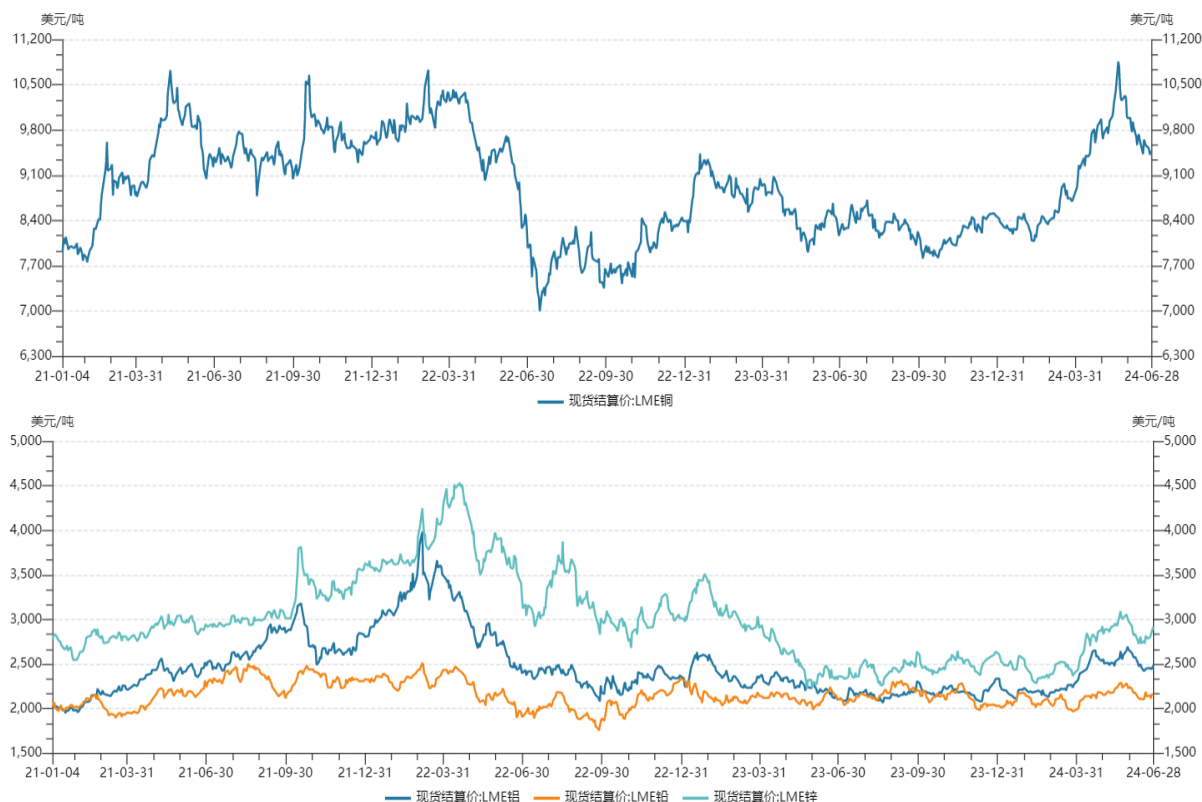
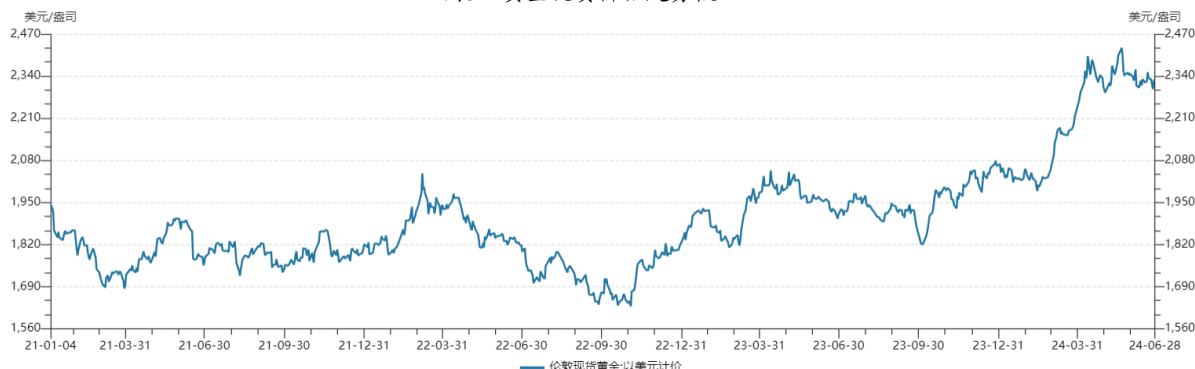


图 3 黄金现货价格走势概况



## （二）重要有色金属的基本面分析

### 1. 铜基本面分析

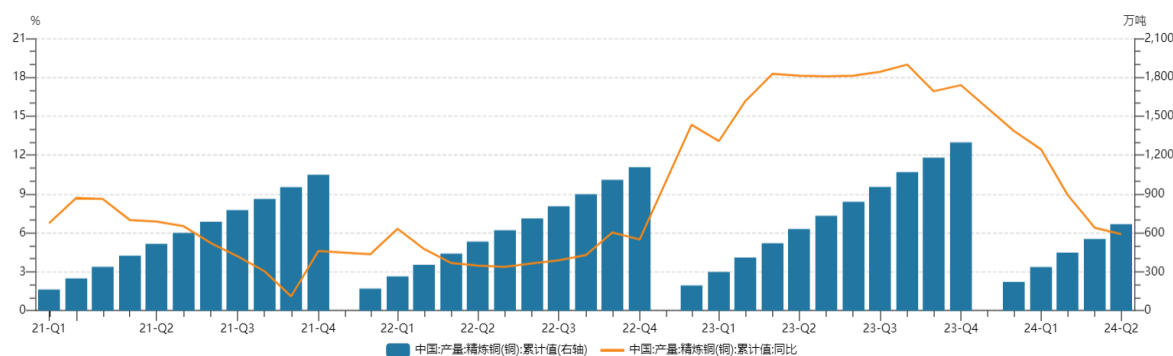
2024 年 1—6 月，中国精炼铜产量增幅较大，全球精炼铜市场供应放量但需求增长不及预期，导致市场过剩量显著扩大，全球显性库存抬升，短期内对铜价上行形成

一定阻力。同期，铜精矿加工粗炼精炼费用下跌至历史低位，2025 年长单价格或接近于冶炼企业盈亏平衡线，国内高成本冶炼厂存在较大减产风险。

### 供给及库存

供给方面，根据国际铜研究小组（ICSG）数据，2024 年上半年，全球矿山铜产量同比增长 3.1%，主要系智利、印度尼西亚和美国产能恢复，以及刚果（金）矿山项目（Kamoa）新增产量所致。同期，全球精炼铜（原生+再生）产量合计 1385.60 万吨，同比增长 4.31%；中国和刚果（金）作为精炼铜生产大国，产量增长尤为明显，两国合计约占全球精炼铜产量的 53%，日本与美国的精炼铜产量亦有增长；受中国新增冶炼产能投产影响，中国当期精炼铜产量为 667.20 万吨，同比增长 5.90%。

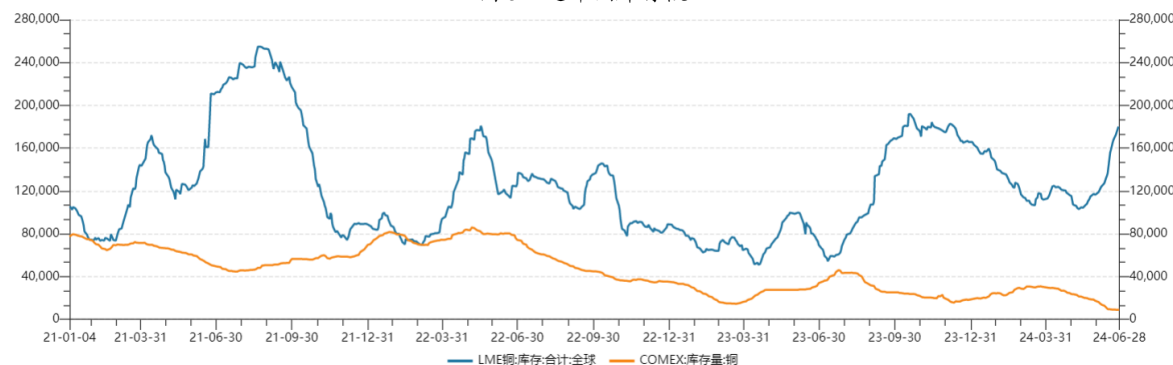
图 4 近年国内精炼铜产量概况



资料来源：Wind

库存方面，2024 年上半年，COMEX 铜库存持续处于相对偏低位置且仍在下行，LME 铜库存先降后升，SHFE 铜（含上海保税区铜）库存增量显著。截至 2024 年 6 月底，LME 铜、COMEX 铜、SHFE 铜和上海保税区铜库存量分别为 18.01 万吨、9046 短吨、31.95 万吨和 7.76 万吨。其中，LME 铜库存较年初增加 8.71%，COMEX 铜库存较年初大幅减少 52.41%，SHFE 铜库存相较年初的 3.31 万吨增量显著。综合看，全球显性库存抬升对铜价上行形成一定阻力，中国社会面铜库存去库缓慢，预计短期内铜价或维持区间震荡运行。

图 5 近年铜库存概况



资料来源：Wind



## 需求

铜的使用领域遍布工业生产各个行业，近年来绿色能源转型持续推动用铜需求，2024 年上半年度，全球精炼铜消费量累计值为 1336.60 万吨，同比小幅增长 2.21%，全球用铜量虽有增长但过剩量显著扩大。基于 ICSG 数据，全球精炼铜市场在 2024 年上半年出现了显著过剩的情况，当期生产量与消费量差额达 49 万吨。其中，中国市场初步计算过剩量约为 48.8 万吨，远高于上年同期的 11.5 万吨；若考虑中国保税区库存变化，市场过剩量或达到约 57.3 万吨。

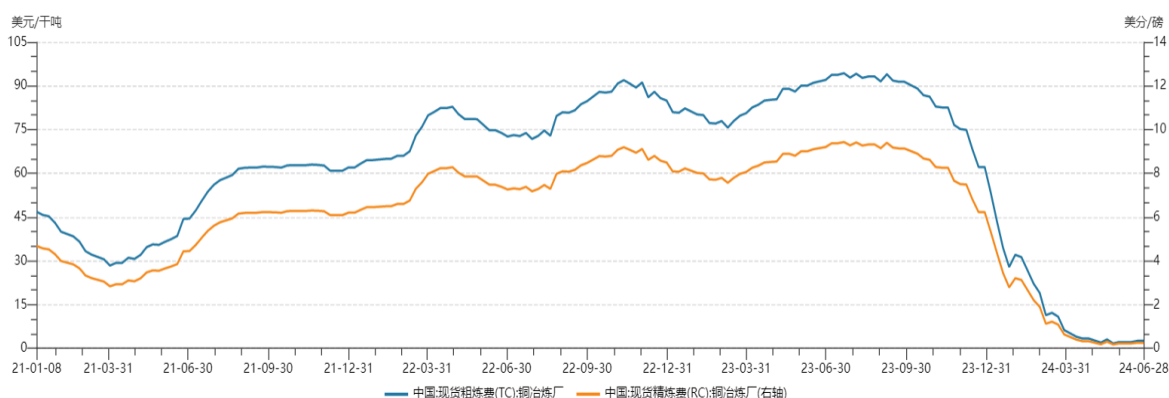
从国内冶炼端来看，由于国内冶炼厂与海外矿山签订的加工费长协基本约占 60% 以上，故 2024 年二季度大型冶炼厂仍选择稳产，导致炼厂减产幅度明显不及预期；加之 2024 上半年铜杆企业开工率不足，国网大型项目招标尚未全面启动，电线电缆企业订单未达饱和状态，空调即将结束排产高峰，光伏与风电装机增速放缓，虽然新能源汽车仍为用铜增速支撑产业，国内终端需求复苏整体仍缺乏弹性。整体看，2024 年上半年全球精炼铜市场呈现供应强劲但需求增长不及预期的态势，导致市场过剩量显著扩大，未来整体走势或将取决于供需双方的进一步调整变化。

## 铜精矿加工费价格

自 2023 年 9 月份以来，受全球精矿供应端扰动（巴拿马 Cobre Panama 矿违宪关停及运输问题、全球多家头部矿企下调产量规划）叠加新建冶炼产能扩张，铜粗炼加工费 TC 经历明显暴跌，至 2024 年 3 月 29 日已跌至 6.30 美元/千吨，创 2008 年以来历史最低值，与 CSPT 所敲定的 2024 年一季度 80 美元/吨加工费水平严重背离。根据 2024 年 3 月 28 日 CSPT 会议共识，鉴于铜精矿现货 TC/RC 已严重偏离市场基本面，为采取有效措施，促进现货 TC/RC 回归合理水平，CSPT 决定不设定二季度铜精矿现货 TC/RC 参考数字；同时，倡议 CSPT 小组企业联合减产，减产幅度 5%~10%，并推进落实。2024 年二季度，市场对于宏观经济以及对于铜精矿短缺的担忧情绪导致 TC 价格下行持续，矿企议价权增强，TC 价格跌至负值，于 5 月中旬跌至 -1.43 美元/吨，而后底部震荡。截至 2024 年 6 月底，TC 价格为 0.13 美元/吨。

年中谈判中，智利矿商安托法加斯塔（Antofagasta Plc）与 CSPT 达成新协议，将年中铜精矿加工粗炼精炼费用 (TC/RCs) 分别定为 23.25 美元/吨和 2.325 美元/磅，为 1992 年以来的历史最低值。年中谈判价格对于来年长单价格敲定具有重要指示意义，2025 年长单价格或较年中谈判价格接近，国内高成本冶炼厂存在较大减产风险。CSPT 敲定的 2024 年第三季度现货铜精矿加工费指导价为 30 美元/吨和 30 美分/磅，现货 TC 的反弹表明市场对今年三季度原料紧缺的担忧稍有缓解。

图 6 铜精矿加工费走势概况



资料来源：Wind

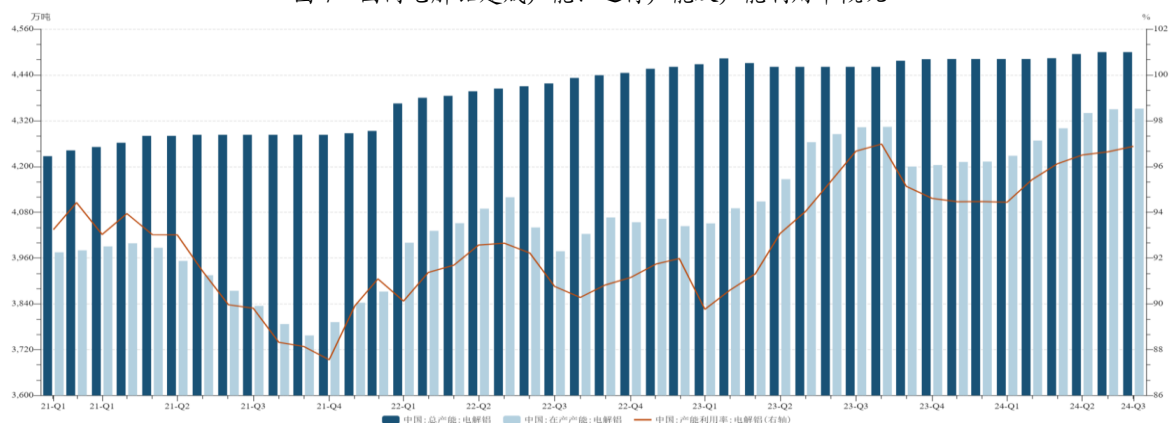
## 2. 铝基本面分析

2024 年 1—6 月，随着云南区域电力供需环境改善，电解铝产能及产量均同比小幅增长。需求方面，新能源汽车产销量保持较快增长和铝材出口逐步恢复在一定程度上助力电解铝产能消纳，但受房地产市场下行影响，电解铝库存量仍处于较高位。

### 供给及库存

产能方面，2024 年 1—6 月，伴随部分新建项目投产，中国国内主要电解铝总产能呈小幅增长态势；伴随着来水量增加以及外送电量减少，云南省电力供应紧张局面得到缓解，电解铝企业提前复产，电解铝在产产能持续增长。截至 2024 年 6 月底，电解铝总产能与在产产能分别增至 4494.70 万吨/年和 4339.90 万吨/年。

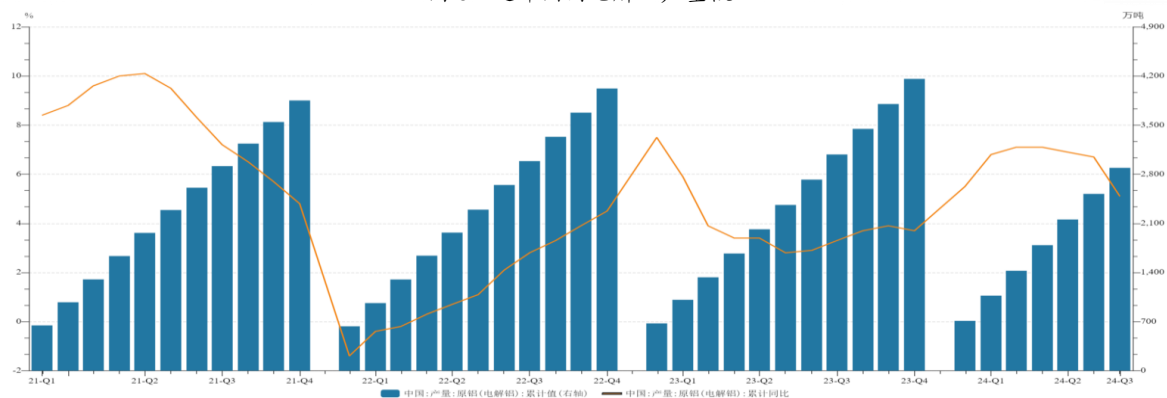
图 7 国内电解铝建成产能、运行产能及产能利用率概况



资料来源：Wind

产量方面，2024 年 1—6 月，云南省电解铝企业稳定推进复产，叠加铝价稳中上行推动电解铝企业维持高负荷运行，中国国内电解铝产量同比增长 6.90%至 2155.00 万吨，电解铝产能利用率稳步提升，2024 年 6 月底电解铝产能利用率提升至 96.50%。

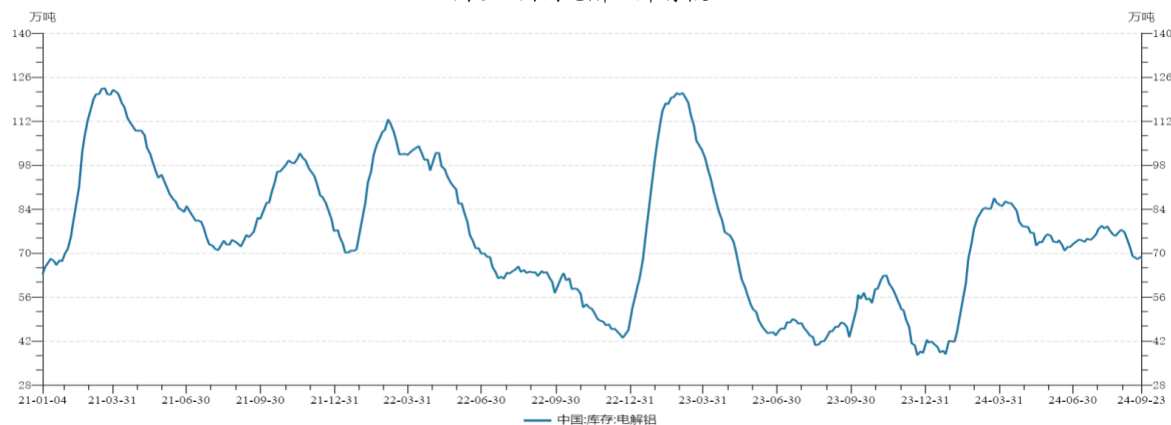
图 8 近年国内电解铝产量概况



资料来源：Wind

库存方面，2023 年 11 月以来，因云南省电力不足，区域内电解铝企业大规模减产，导致中国电解铝库存量快速减少。进入 2024 年 2 月，云南省进入丰水季，电力供需环境得到改善，电解铝企业陆续复产，使得电解铝库存量快速增长至 2024 年最高点 87.40 万吨。随后，在新能源汽车和光伏发电等产业需求推动下，电解铝库存量震荡下行，但整体库存量仍较高。截至 2024 年 6 月底，中国电解铝库存量为 71.90 万吨，较 2023 年 6 月底大幅增长 64.53%，主要系房地产市场持续下行对电解铝需求量减少所致。

图 9 国内电解铝库存概况



资料来源：Wind

## 需求

国内需求方面，电解铝终端消费以建筑、交通、电力和包装为主，上述需求合计约占国内电解铝需求的 80%。2024 年 1—6 月，中国房屋竣工面积累计为 2.65 亿平方米，同比下降 21.80%，降幅明显；新能源汽车产量同比增长 34.30%至 490.30 万辆，增速较快。

铝材出口方面，2024 年 1—6 月，中国出口市场进一步恢复，累计出口未锻轧铝

及铝材的金额同比增长 7.00%至 104.81 亿美元；出口量同比增长 13.10%至 317.00 万吨。

### 3. 金基本面分析

影响黄金价格的因素错综复杂，2024 年 1—6 月，黄金避险保值功能凸显，全球央行持续购金，叠加消费需求具有一定韧性，全球黄金市场势头良好。

金金属兼备商品属性和金融属性，黄金需求主要分为商品制造消费与市场投资需求，影响金价的因素错综复杂。2024 年上半年，全球央行购金持续，亚洲投资需求强劲，全球消费需求具有一定韧性，加之地缘政治不确定性持续，均对金价及全球黄金市场蓬勃发展形成重要支撑。2024 年二季度，伦敦金银市场午盘平均金价达创纪录的 2338 美元/盎司，同比上涨 18%，环比增长 13%，并且金价一度达到 2427 美元/盎司的历史新高。

2024 年 1—6 月，全球黄金需求总量达 2441 吨，同比变动不大。其中，金饰消费需求 870 吨，同比下降 10%；金币金条需求为 574 吨，同比小幅下降 0.01%；全球央行购金 483 吨，同比增幅 5%，拉动了整体黄金需求。各国央行持续增持黄金，不断增加黄金在外汇储备中的份额，2024 年上半年，我国累计增持黄金 28.93 吨，截至 2024 年 6 月底，我国黄金储备为 2264.33 吨。

2024 年上半年，国内原料黄金产量为 179.63 吨，与 2023 年同期相比增产 1.04 吨，同比小幅增长 0.58%。其中，黄金矿产金完成 141.50 吨，有色副产金完成 38.14 吨。另外，我国进口原料产金 72.03 吨，同比增长 10.14%，加上该部分进口原料产金，全国共生产黄金 251.66 吨，同比增长 3.14%。2024 年上半年，全国黄金消费量 523.75 吨，与上年同期相比下降 5.61%。其中，黄金首饰 270.02 吨，同比下降 26.68%；金条及金币 213.64 吨，同比增长 46.02%；工业及其他用金 40.10 吨，同比下降 0.53%。2024 年上半年，地缘政治冲突持续，单边主义、保护主义愈演愈烈，黄金避险保值功能重新受到重视，金价强势上涨，不断刷新历史新高，黄金首饰与金条金币两个类别的销量呈现两极分化，溢价较高的黄金首饰消费大幅下降，溢价相对较低的金条及金币消费则明显上涨。

#### （三）2024 年上半年有色金属企业财务表现

2024 年上半年，有色金属企业各项财务指标相较上年同期无显著变动，行业内企业资产、权益及收入等规模类指标均有所增长；受有色金属价格波动影响，行业内冶炼加工企业盈利水平及经营获现净流入有所下降，矿业企业整体实力有所增强；行业内企业整体资本结构和债务负担等方面未发生重大变化，短期偿债能力指标表现趋弱，长期偿债能力指标表现亦明显受到现金流影响。



截至 2024 年 6 月底，联合资信在有存续债项的有色金属企业主体中，剔除无公开 2024 年上半年财务数据及数据异常的主体后，选择 57 家无异常数据企业作为样本企业（以下简称“样本企业”）。

资产质量方面，2024 年上半年样本企业资产均值维持增长态势，流动资产占比较年初有所提升，总资产周转次数均值同比略有下降。

盈利能力方面，2024 年上半年样本企业营业总收入均值同比小幅增长，利润总额均值同比有所上升，营业利润率及净资产收益率均值同比均有所下降。

现金流方面，2024 年上半年样本企业经营活动现金流量净额同比明显减少，现金收入比相对较为稳定。

资本结构方面，截至 2024 年 6 月底，样本企业权益规模较年初有所扩大，有息债务均值较年初有所增长，全部债务资本化比率较年初小幅上升。

偿债能力方面，2024 年上半年，样本企业现金类资产/短期债务均值较年初有所下降，经营性净现金流规模对全部债务的覆盖程度同比下降，长短期偿债能力指标表现均趋弱。

表 1 有色金属样本企业财务指标中位数和平均数

指标		2023 年报		2023 年 6 月		2024 年 6 月	
		中位数	平均数	中位数	平均数	中位数	平均数
资产质量	资产总额（亿元）	680.92	1309.57	727.77	1302.20	692.64	1414.25
	流动资产占比（%）	48.36	45.79	48.99	47.83	49.49	47.03
	总资产周转率（次）	0.87	1.15	0.44	0.58	0.44	0.55
盈利能力	营业总收入（亿元）	569.11	1256.53	314.72	653.24	306.41	664.67
	利润总额（亿元）	17.45	57.24	11.90	29.39	10.50	34.76
	营业利润率（%）	9.17	12.82	8.88	12.76	9.88	12.65
	净资产收益率（%）	6.90	7.49	3.65	4.72	3.71	3.86
现金流	经营活动现金流净额（亿元）	30.02	74.88	8.63	23.06	3.78	14.76
	现金收入比（%）	106.58	102.93	104.93	100.80	105.52	102.14
资本结构	所有者权益（亿元）	269.01	484.11	228.26	464.92	267.47	509.63
	全部债务资本化比率（%）	48.68	46.40	50.86	48.06	50.38	47.79
	资产负债率（%）	57.15	54.65	58.45	55.70	58.57	55.75
偿债能力	现金类资产/短期债务（倍）	0.51	0.90	0.58	1.25	0.57	0.81
	流动比率（%）	137.53	156.33	136.81	164.01	136.57	156.28
	经营现金流动负债比（%）	15.55	23.69	5.45	9.82	4.10	4.73
	经营现金流量净额/全部债务（倍）	0.13	0.19	0.05	0.08	0.03	0.04

注：上表指标均未进行年化处理

资料来源：Wind

#### （四）2024 年有色金属行业重要政策及动态点评

##### 1、有色金属行业定调绿色发展

2024 年 5 月，国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》，提出完善能源消耗总量和强度调控，分领域分行业实施节能降碳专项行动，对有色金属行业节能降碳行动提出三项重要任务，一是优化有色金属产能布局，落实电解铝产能置换，控制铜、氧化铝等冶炼新增产能，合理布局硅、锂、镁等行业新增产能，大力发展再生金属产业；二是严格新增有色金属项目准入，提高新建项目环保和能耗标准；三是推进有色金属行业节能降碳改造，推广高效稳定有色金属冶炼先进技术，加快有色金属行业节能降碳改造。

2024 年 7 月，国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、市场监管总局、国家能源局等部门印发了《电解铝行业节能降碳专项行动计划》（以下简称《行动计划》），提出到 2025 年，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出，行业可再生能源利用比例达到 25%以上，再生铝产量达到 1150 万吨。到 2030 年底，电解铝行业单位产品能耗和碳排放明显下降，可再生能源使用进一步提升。电解铝行业优化产业布局和产能调控，大力推进节能降碳改造，实施非化石能源替代，推动产业链协同绿色发展，推动数字化智能化升级。对应支持政策包括：对符合能效指标的电解铝企业给予激励支持、严格执行电解铝行业电价政策，政府投资带动对电解铝行业关键技术等投资，统筹利用各类资金渠道支持电解铝行业节能减排，推进电解铝行业标准体系提升。

**点评：**有色金属作为高耗能行业是节能降碳行动的重点领域，绿色发展作为有色金属行业发展基调不动摇，“双碳”目标持续促进有色金属企业技术与设备革新升级，提升工业资源综合利用与再生资源利用价值，对行业内企业可持续发展提出更高要求。

##### 2、政策强调有色资源可持续发展

2024 年 3 月，自然资源部印发了《自然资源部关于完善矿产资源规划实施管理有关事项的通知》（以下简称“通知”），通知称，发挥矿产资源规划引领支撑作用，引领矿产资源合理勘查开采，助力增储上产，推动矿业绿色转型和高质量发展，健全完善实施机制，进一步落实规划实施责任，开展规划年度实施监测分析，大力支持能源资源基地和国家规划矿区内战略性矿产勘查开采。

**点评：**总体国家安全观中将资源安全列入国家安全体系中，明确关键战略性矿产资源安全与矿产资源对我国生产制造供应链保障已成为健全国家安全体系的重要一环。“十四五”以来，全国矿产勘查投资连续实现正增长，稀土、金、铜、锂、钴、镍等多个战略性矿产资源储量持续增长，有效提升了我国资源接续能力；采矿业固定

资产投资亦保持增长，主要矿产品产量有所增加，相关政策有助于规范矿业绿色转型和高质量发展，助力有色金属行业持续发展。

### 3、美国联邦储备委员会货币政策影响金属价格

自 2022 年 3 月以来，美联储开启加息周期，历经连续 11 次加息，累计加息幅度达 525 个基点，联邦基金利率从 0%~0.25% 上升至 5.25%~5.50%。2024 年 9 月 19 日，美联储宣布降息 50 个基点，并表示此次降息是出于预防性措施，而非表明经济衰退风险增加，将联邦基金利率目标区间从 5.25% 至 5.50% 调低至 4.75% 至 5.00%，为 2020 年 3 月以来首次降息。

**点评：**全球主要有色金属价格受美联储货币政策及相关预期的影响很大。2022 年以来，受美联储持续加息影响，主要有色金属产品价格呈下降态势。2024 年 9 月美联储降息幅度超预期，或对未来有色金属价格，特别是金、铜金属价格形成一定支撑。

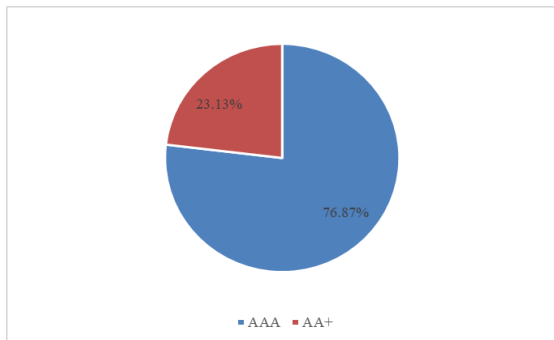
## 二、2024 年 1—6 月有色金属企业债券市场回顾

### 1. 2024 年 1—6 月债券发行情况

2024 年 1—6 月，有色金属行业发债数量和规模较去年同期均大幅增长，发行人主体级别以 AAA 为主。从发行品种看，有色金属企业所发债券类型以超短期融资券和中期票据为主。

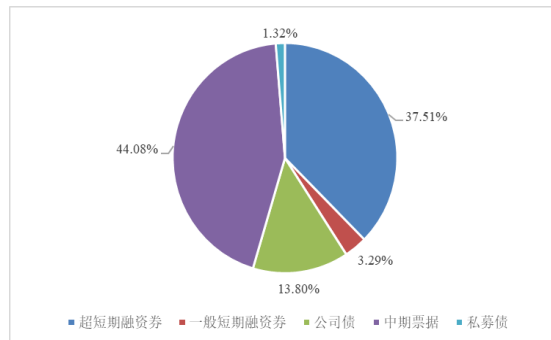
2024 年 1—6 月，有色金属行业合计 34 家企业共发行 116 只债券，发行规模 1154.31 亿元，发债数量和发行规模分别较去年同期大幅增长 78.46% 和 49.08%。从发行主体看，AAA 主体发债企业共 21 家，AA<sup>+</sup>主体发债企业为 13 家，发债主体级别集中于 AA<sup>+</sup> 和 AAA。从发债规模看，2024 年 1—6 月，发债主体仍以 AAA 企业为主，占总发债规模的 76.87%，较去年同期下降 5.45 个百分点；AA<sup>+</sup> 级别企业发行规模占比为 23.13%。从发行品种的规模看，超短期融资券和中期票据发行占比分别为 37.51% 和 44.08%，占比较高。

图 10 2024 年上半年发债主体级别分布



注：按发债规模  
资料来源：Wind，联合资信整理

图 11 2024 年上半年发债种类分布



资料来源：Wind，联合资信整理

## 2. 2024 年 1—6 月债券兑付情况

2024 年 1—6 月，合计 28 家有色金属企业存在债券到期情况，兑付金额合计 673.04 亿元。有色金属企业整体运行较为平稳，到期债券均按时足额兑付。

## 3. 2024 年 1—6 月有色金属发债企业级别迁移情况

表 2 2024 年 1—6 月有色金属企业评级变动情况

情况	发行人	债券简称	最新主体评级	评级调整时间	上次主体评级
主体及债项级别下调	广东翔鹭钨业股份有限公司	翔鹭转债	A <sup>-</sup>	2024-06-27	A <sup>+</sup>
	深圳市新星轻合金材料股份有限公司	新星转债	A <sup>-</sup>	2024-06-27	A <sup>+</sup>
	国城矿业股份有限公司	国城转债	AA <sup>-</sup>	2024-06-26	AA
	广东华锋新能源科技股份有限公司	华锋转债	A <sup>-</sup>	2024-06-25	A
	广东嘉元科技股份有限公司	嘉元转债	A <sup>+</sup>	2024-06-24	AA <sup>-</sup>

资料来源：Wind，联合资信整理

## 三、2024 年下半年有色金属行业信用风险展望

2024 年上半年，全球主流经济体表现向好，国内经济复苏，叠加对于美联储的降息预期、地缘政治冲突持续以及资源端供给扰动，有色金属行业景气度以及行业内企业经营业绩呈向好态势。2024 年下半年，预计持续的“稳增长”政策支持以及美联储开启降息周期将对有色金属价格形成一定支撑。在经济复苏与流动性改善初期，金铜板块或将最先受益，但锂、钴、镍等新能源金属价格受供需影响短期内仍然承压。在此背景下，有色金属企业的资源禀赋优势以及全维度成本控制能力将对企业经营业绩影响较大，仍需重点关注资源禀赋差、成本控制能力弱、ESG 综合表现差以及债务负担重的有色金属企业。由于有色金属涵盖较广，有色金属企业的信用状况需结合其所涉足的细分行业基本面、财务指标、现金流质量和偿债能力具体分析。目前，有色行业发债主体信用级别普遍高，在债券市场融资环境相对宽松的情况下，有色金属行业整体信用风险可控。



## 联系人

投资人服务    010-85679696-8077    [chenjialin@lhratings.com](mailto:chenjialin@lhratings.com)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，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，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。