下载日志已记录，仅供内部参考

金价下跌的误区与真相

——宏观周观点 20260614

报告发布日期 2026 年 06 月 15 日

证券分析师

黄汝南 执业证书编号：S0860525120004
香港证监会牌照：BTB507
huangrunan@orientsec.com.cn
010-66210535

孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320

陈至奕 执业证书编号：S0860519090001
香港证监会牌照：BUK982
chenzhiyi@orientsec.com.cn
021-63326320

孙国翔 执业证书编号：S0860523080009
香港证监会牌照：BXR433
sunguoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320

刘姜枫 执业证书编号：S0860526010002
liujiangfeng@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

年内中国-欧盟贸易摩擦风险边际上升 2026-06-12
通胀尚未达到美联储加息门槛：——2026 年 5 月美国 CPI 数据点评 2026-06-12
美国 6 月宏观压力预计维持高位：——海外札记 20260610 2026-06-11

研究结论

- **周观点：金价下跌的误区与真相**

1）任何资产价格都受预期和交易两个因素的影响，黄金也不例外。自 1 月末黄金价格出现剧烈波动以来，市场上出现很多似是而非的原因来解释，很多观点混淆了预期层面与交易层面的因素。

2）黄金下跌是源于央行出于稳汇率原因的抛售吗？显然不是。美伊冲突爆发以来，确有土耳其等国央行抛售黄金来维持汇率稳定。3 月主权部门一度转为净供应方，但整个一季度全球央行净购金依然在增长；且金价第一波剧烈下跌出现在 1 月末至 2 月初，主权抛售难以解释。事实上，央行购金节奏一直较为稳健，本身也很难解释去年 8 月以来金价的快速上涨。

3）金价下跌是因为全球流动性紧缩和美债收益率上行吗？这一观点逻辑是不自洽的。2022 年以来，市场对黄金最广为流传的叙事是“去美元化”导致的“脱锚”，美元信用的裂缝导致全球投资者减少美元资产而转向黄金，金价不再与美债收益率负相关。**如果认可金价“脱锚”的逻辑，就不应该将黄金的下跌再度归因于全球流动性紧缩或者美债收益率上行，否则前后逻辑是不自洽的。**

4）要找到金价下跌的原因，还要从去年 8 月以来上涨的原因讲起。真正推动去年 8 月以来金价暴涨的力量是杠杆资金，当最乐观的投资者加杠杆满仓黄金且没有更乐观的投资者承接时，价格就会容易发生崩塌。因此，**黄金下跌最本质的原因是微观交易结构恶化，而微观交易结构恶化的资产更容易受到流动性影响，此时恰逢美伊冲突导致全球流动性收紧，因此全球流动性变化顶多只是金价下跌的一个催化剂。**

5）如果搞清楚了金价下跌的真正原因，那么判断接下来黄金的投资机会就不能基于流动性何时改善，而应当基于黄金何时能重新与流动性“脱锚”。事实上，黄金的大级别行情大都来自于“脱锚”的时期，只有我们看到金价不再对美元和美债收益率敏感，我们才能认为黄金交易结构出现明显改善，那时才是布局黄金的良机。

- **一周高频数据一览**

1）实体：消费仍分化，票房等服务消费回升，而汽车消费仍低迷；地缘风险未消退，但需求端影响显现，运价指数分化，干散货增幅收窄，油运维持高位；部分行业生产稍有放缓。

2）物价：原油价格增幅高位回落，且已传导至部分化工品的价格当中；电子等高景气行业价格高企，费城半导体指数和 DXI 指数维持高位。农产品部分，猪价同比维持低位，鸡蛋价格同比高位回落。

3）货币金融：汇率方面，霍尔木兹海峡仍未开放，油价虽从高位回落但仍处高位，美元指数维持高位；中国得益于能源安全，人民币依然坚挺，兑美元、欧元稳中有升。利率上，资金面边际收紧，短端和长端国债利率均有所上升。

- **下周重点关注**

5 月经济数据；美联储议息会；陆家嘴论坛。

风险提示

- 美伊冲突走向及其对资产价格的影响存在高度不确定性。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、周观点：金价下跌的误区与真相.....4

二、一周高频数据概览.....5

2.1 实体经济.....5
2.2 物价.....6
2.3 货币金融.....7

三、下周重点关注.....8

风险提示.....8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：实体经济高频数据一览 6
图 2：物价高频数据一览 7
图 3：货币金融高频数据一览 8
图 4：下周重点数据和事件 8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、周观点：金价下跌的误区与真相

任何资产价格都受预期和交易两个因素的影响，黄金也不例外。自 1 月末黄金价格出现剧烈波动以来，市场上出现很多似是而非的原因来解释，很多观点混淆了预期层面与交易层面的因素。

首先，黄金下跌是源于央行出于稳汇率原因的抛售吗？显然不是。美伊冲突爆发以来，确有土耳其等国央行抛售黄金来维持汇率稳定。根据世界黄金协会 2026 年一季度《全球黄金需求趋势报告》，土耳其、俄罗斯、阿塞拜疆等国为应对国内危机而大幅抛售黄金，3 月主权部门一度转为净供应方，但整个一季度全球央行净购金依然达到 244 吨，同比增长 3%，环比增长 17%；且金价第一波剧烈下跌出现在 1 月末至 2 月初，主权抛售难以解释。事实上，央行购金节奏一直较为稳健，本身也很难解释去年 8 月以来金价的快速上涨。

其次，金价下跌是因为全球流动性紧缩和美债收益率上行吗？这一观点逻辑是不自洽的。有人认为黄金的下跌主要源于全球流动性紧缩，核心指标就是美债收益率上行。2022 年以来，市场对黄金最广为流传的叙事是“去美元化”导致的“脱锚”，美元信用的裂缝导致全球投资者减少美元资产而转向黄金，金价不再与美债收益率负相关，2025 年也确实出现美债收益率和黄金齐涨的现象。**如果认可金价“脱锚”的逻辑，就不应该将黄金的下跌再度归因于全球流动性紧缩和美债收益率上行，否则前后逻辑是不能自洽的。**

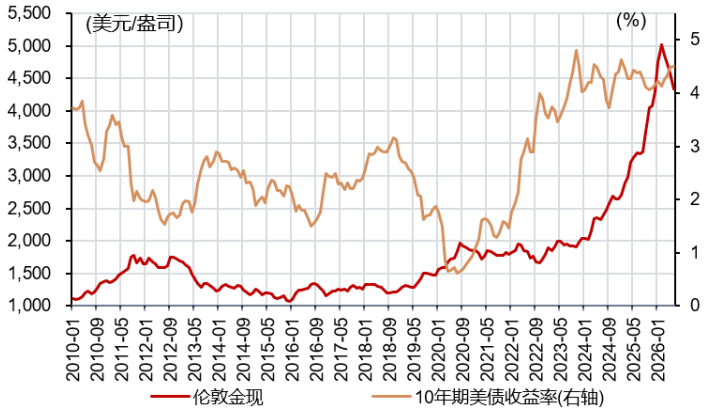
要找到金价下跌的原因，还要从去年 8 月以来上涨的原因讲起。前面我们已经讲到，全球央行每年购金总量也就几百吨，且节奏较为平稳，不足以支撑去年 8 月以来金价的加速上涨，真正的推动力量是杠杆资金。根据世界黄金协会《世界黄金需求趋势 2025 年四季度及全年报告》，2025 年四季度黄金 ETF 及类似产品资金流入同比高达 756%，巨量带有杠杆属性的 ETF 资金拉动了金价暴涨；而当最乐观的投资者加杠杆满仓黄金，便发生了微观交易结构恶化，如果没有更乐观的投资者承接，价格就会容易发生崩塌。因此，**黄金下跌最本质的原因是微观交易结构恶化，而微观交易结构恶化的资产更容易受到流动性影响，此时恰逢美伊冲突导致全球流动性收紧，因此全球流动性变化顶多只是金价下跌的一个催化剂。**

如果搞清楚了金价下跌的真正原因，那么判断接下来黄金的投资机会就不能基于流动性何时改善，而应当基于黄金何时能重新与流动性“脱锚”。如果只是基于流动性改善而判断黄金可以“抄底”，会存在两个风险：第一，全球流动性依然脆弱，易紧难松的状态短期难以改变，黄金绝对收益空间有限；第二，即使后续海峡有实质性解封，油价下跌带来全球流动性重新改善，则科技类权益资产可能更加受益，相对收益角度也强于黄金。事实上，2022 年以来黄金的大级别行情大都来自于所谓“脱锚”时期，金价于美债收益率相关性显著下降；只有我们看到金价不再对美元和美债收益率敏感，我们才能认为黄金交易结构出现明显改善，那时才是布局黄金的良机。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：2022 年以来伦敦金现与美债收益率“脱锚”



数据来源：Wind，东方证券研究所

总的来说，金价的下跌主要来自于交易因素而非预期因素，预期层面如美元信用逐渐崩塌、全球央行购金等长期叙事没有发生改变，交易层面微观交易结构恶化碰上全球流动性收紧的环境是主要因素。黄金价值的回归需看到微观交易结构出清信号，即黄金重新“脱锚”。

二、一周高频数据概览

2.1 实体经济

过去一周高频主要看点在于：

- ✓ 消费维持分化，服务消费如票房同比大幅上升；高基数下，商品消费中汽车零售和批发量同比增速进一步下滑。
- ✓ 需求端影响开始显现，叠加在地缘风险仍未消退的情况下，大宗商品运价出现明显分化，其中干散货受需求疲弱影响同比增幅大幅收窄；霍尔木兹海峡尚未实质性开放的情况下，油运价格仅较前期高位小幅回落。
- ✓ 部分领域生产开始放缓。其中线材、纯碱、半钢胎等开工率同比回落，其余基本维持稳定。



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：实体经济高频数据一览

分类	指标名称	同比/变动*		水平值			
		06-05	06-12	05-22	05-29	06-05	06-12
消费	当周日均销量:乘用车:厂家零售（辆）	6%	-24%	39019	44139	79414	32595
	当周日均销量:乘用车:厂家批发（辆）	-18%	-25%	48602	64199	160335	29154
	中国:成交量:中国轻纺城:7DM（万米）	16%	52%	845	946	792	768
	当日电影票房:全国:7DM（万元）	-30%	15%	11019	7887	6041	4457
	11城地铁客运量:7DM（万人次）	4%	3%	6521	6443	6473	6348
投资	中国:开工率:石油沥青装置	13%	12%	15%	16%	13%	12%
	中国:运转率:磨机:当周值	3%	2%	42%	42%	43%	42%
	中国:发运率:水泥:当周值	42%	42%	41%	42%	42%	42%
贸易	波罗的海干散货指数(BDI)	83%	43%	2991	3224	2981	2729
	成品油运输指数(BCTI)	118%	127%	1668	1504	1376	1363
	原油运输指数(BDTI)	120%	115%	2185	2068	2110	1950
	港口货物吞吐量（万吨）	7%	5%	657	635	698	673
	港口集装箱吞吐量（万标准箱）	1%	1%	25923	26020	28109	25871
生产	高炉开工率	0.3%	0.4%	84%	84%	84%	84%
	螺纹钢开工率	-1%	0%	41%	42%	42%	42%
	线材开工率	8%	-1%	45%	46%	57%	45%
	纯碱开工率	-5%	-7%	77%	76%	75%	78%
	光伏经理人指数	32%	15%	127%	121%	130%	114%
	钢胎开工率	3%	5%	67%	67%	67%	66%
	半钢胎开工率	-3%	-7%	74%	74%	71%	71%
地产	30大中城市:商品房成交面积（万平方米）	25%	-7%	188	203	198	161
	30大中城市:商品房成交面积:一线城市（万平方米）	37%	2%	65	70	64	52
	30大中城市:商品房成交面积:二线城市（万平方米）	18%	-14%	85	88	91	70
	30大中城市:商品房成交面积:三线城市（万平方米）	27%	-5%	38	44	44	39
	二手房成交面积：13城合计（万平方米）	48%	-8%	41	42	37	31
	二手房成交面积：一线均值（万平方米）	48%	11%	5.5	5.2	4.9	4.9
	二手房成交面积：二线均值（万平方米）	50%	-7%	3.1	3.4	2.9	2.4
	二手房成交面积：三线均值（万平方米）	26%	-13%	0.9	0.8	0.9	0.8

数据来源：Wind，东方证券研究所

2.2 物价

地缘风险仍未消退，但上游资源价格部分开始回落。物价高频主要呈现以下特征：

- ✓ 原油价格同比增幅高位回落，且已体现在部分化工品价格中，如聚丙烯、燃料油等化工品价格同比增幅均收窄。
- ✓ 农产品价格基本维持稳定。其中猪肉价格基本稳定；鸡蛋价格变化较大，6 月份新开产蛋鸡数量将有所增加，市场供应压力将有所减缓，鸡蛋价格同比增幅显著回落。
- ✓ 电子等高景气行业商品价格维持高企，费城半导体指数和 DXI 指数均维持在高位。
- ✓ 黑色系铁矿石、螺纹钢等内需主导型商品价格同比维持稳定。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：物价高频数据一览

分类	指标名称	同比/变动*		水平值			
		06-05	06-12	05-22	05-29	06-05	06-12
农产品	期货收盘价(活跃合约):白砂糖（元/吨）	-7%	-6%	5368	5411	5341	5315
	期货收盘价(活跃合约):菜籽粕（元/吨）	-12%	-16%	2337	2301	2256	2259
	期货收盘价(活跃合约):豆粕（元/吨）	9%	8%	9625	9906	9990	9874
	期货收盘价(活跃合约):黄大豆1号（元/吨）	14%	13%	4784	4721	4715	4744
	期货收盘价(活跃合约):黄玉米（元/吨）	-1%	-1%	2331	2322	2323	2351
	期货收盘价(活跃合约):鸡蛋（元/吨）	51%	22%	4020	4198	4342	4252
	期货收盘价(活跃合约):棉花（元/吨）	20%	17%	15895	16100	15915	15765
	期货收盘价(活跃合约):苹果（元/吨）	-1%	2%	7560	7505	7655	7698
	期货收盘价(活跃合约):油菜籽（元/吨）	17%	17%	5744	5736	6026	5920
	期货收盘价(活跃合约):棕榈油（元/吨）	15%	16%	9471	9592	9382	9321
能源	OPEC:一揽子原油价格（美元/桶）	55%	42%	115	105	101	98
	期货结算价(连续):WTI原油（美元/桶）	43%	25%	97	87	91	85
	期货结算价(连续):布伦特原油（美元/桶）	42%	26%	104	92	93	87
	秦皇岛港:平仓价:动力末煤（元/吨）	42%	42%	835	858	863	863
	期货结算价(连续):焦煤（元/吨）	86%	75%	1050	1147	1200	1187
	期货结算价 欧盟排放配额（欧元/吨二氧化碳当量）	6%	2%	76	80	76	76
化工	期货收盘价(活跃合约):PVC（元/吨）	0%	-2%	4846	4924	4767	4741
	期货收盘价(活跃合约):甲醇（元/吨）	29%	31%	2927	2793	2906	3010
	期货收盘价(活跃合约):精对苯二甲酸(PTA)（元/吨）	35%	37%	6136	6100	6290	6352
	期货收盘价(活跃合约):聚丙烯（元/吨）	26%	23%	8792	8484	8714	8596
	期货收盘价(活跃合约):沥青（元/吨）	24%	26%	4500	4188	4337	4456
	期货收盘价(活跃合约):燃料油（元/吨）	30%	20%	4103	3771	3827	3608
	期货收盘价(活跃合约):天然橡胶（元/吨）	32%	29%	17420	17850	17860	17565
	期货收盘价(活跃合约):线型低密度聚乙烯(LLDPE)（元/吨）	13%	11%	7927	7851	7916	7902
黑色	期货收盘价(活跃合约):铁矿石（元/吨）	9%	9%	793	783	765	766
	期货收盘价(活跃合约):螺纹钢（元/吨）	7%	7%	3171	3157	3160	3173
有色	伦敦现货白银:以美元计价（美元/盎司）	103%	85%	76	76	73	67
	伦敦现货黄金:以美元计价（美元/盎司）	29%	23%	4506	4546	4365	4186
	期货官方价:LME3个月铝（美元/吨）	48%	41%	3642	3685	3669	3531
	期货官方价:LME3个月镍（美元/吨）	21%	18%	18730	19100	18700	17820
	期货官方价:LME3个月铅（美元/吨）	1%	-2%	1997	2024	2011	1955
	期货官方价:LME3个月铜（美元/吨）	41%	41%	13599	13656	13762	13650
	期货官方价:LME3个月锡（美元/吨）	69%	64%	53955	55100	54000	53450
	期货官方价:LME3个月锌（美元/吨）	34%	35%	3547	3555	3594	3560
电子	费城半导体指数:周（点）	144%	155%	12203	12829	12221	13371
	DXI指数:周（点）	1046%	1026%	708432	718033	756837	794139
食品	平均批发价:猪肉（元/公斤）	-29%	-28%	15	15	15	15
	山东蔬菜批发价格指数:总指数	11%	6%	95	107	105	106
纺服	澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数（美分/公斤）	82%	78%	1336	1385	1407	1385
服务	海南旅游消费价格指数			95	101	#N/A	#N/A
	人均票房价格：7DM（（元/人））	-11%	-8%	35	35	35	36

数据来源：Wind，东方证券研究所

2.3 货币金融

从货币金融高频数据来看：

- 汇率方面：霍尔木兹海峡仍未实质性开放，油价虽从高位稍有回落，但仍处相对高位，对美元仍有一定支撑作用，美元指数依然偏高；中国得益于能源安全优势，人民币走势依然坚挺，兑美元和欧元稳中有升。
- 利率方面：随着资金面边际收紧（如央行逆回购净回笼），国债利率略有上升。10 年期国债收益率继续小幅上行 0.02 个百分点至 1.74%，短端利率延续前期上行态势，上升 0.02 个百分点至 1.20%，同时期限利差基本维持不变。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：货币金融高频数据一览

分类	指标名称	同比/变动*		水平值			
		06-05	06-12	05-22	05-29	06-05	06-12
债券市场	10年国债利率	0.0%	0.1%	1.75%	1.71%	1.72%	1.74%
	1年国债利率	-0.3%	-0.2%	1.18%	1.16%	1.18%	1.20%
	期限利差	0.3%	0.3%	0.58%	0.55%	0.54%	0.55%
货币市场	DR007	-0.2%	-0.1%	1.38%	1.40%	1.39%	1.46%
	R007	-0.2%	-0.1%	1.32%	1.15%	1.38%	1.45%
外汇市场	中间价:美元兑人民币	-5.2%	-5.1%	683.73%	6.82	6.82	6.81
	中间价:欧元兑人民币	-3.8%	-4.8%	791.93%	7.92	7.89	7.86
	中间价:100日元兑人民币	-15.6%	-14.8%	429.33%	4.27	4.25	4.24
	美元指数	1.4%	2.0%	99.34	98.93	100.08	99.80

数据来源：Wind，东方证券研究所

三、下周重点关注

下周将发布海内外关键经济数据等。

图 5：下周重点数据和事件

财经日历（6.15-6.21）	
周二（6.16）	
重要数据	5月份国民经济运行情况
周三（6.17）	
重要事件	美联储议息会（北京时间凌晨开始，为期两天）
重要事件	陆家嘴论坛（为期两天）
周五（6.19）	
重要事件	端午假期

数据来源：Wind，华尔街见闻，东方证券研究所

风险提示

美伊冲突走向及其对资产价格的影响存在高度不确定性。战场局势存在高度不确定性，资产价格的变化也并非单向，可能随着形势的发展呈现“折返跑”的特点。无论冲突最终走向何种情形，相关资产价格的波动率都将放大。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。