



# 有色金属行业研究

**买入（维持评级）**
**行业专题研究报告**

证券研究报告

上海投资咨询分公司  
 分析师：苏晨（执业 S1130522010001）  
 suchen@gjzq.com.cn

## 铜物质流跟踪报告：2025H1 铜需求透支几何

### 研究背景：

2025年3月，美国对铜发起232关税调查，4月美国开启对等关税，2025年上半年抢出口等需求强劲。在抢出口下，市场担心2025上半年需求前置，2025下半年将面临抢出口需求回落等风险，使得市场对2025下半年需求持续性存疑。

通过物质流模型，我们得出以下结论。

### 中国需求：内需季节性明显，外需将保持高增，旺季特征将依然存在

中国表需高增来自抢出口，国内需求呈现出显著的季节性特征，因此我们认为下半年国内旺季特征将依然存在。中国前6月铜需求累计同比增长12%，6月单月由于低基数的原因单月同比增长21%。

表观需求包含制品出口需求及国内实际用铜需求，拆分来看，国内实际用铜需求累计同比增长4%，6月单月同比增长18%，高增长主要源于国内2024年6月的低基数，彼时由于高铜价国内需求受压制较为严重，前5月累计同比增速1%，国内2025年增速总体偏低，但依然体现出明显的季节性特征。

在季节性特征下，我们依然预计2025年9-10月国内将体现显著的旺季特征。

中国铜的出口需求增长主要来自电力设备，海外电力设备为消费而非累库，因此铜出口需求呈现稳定增长而不会出现强库存周期式回落。

内需季节性保持，外需稳定增长，综合看，国内表需的旺季特征将依然存在。

### 美国需求：库存累至约2个月，为中长期库存水平，电力支撑需求持续高增

美国表需高增来自进口阴极铜，美国上半年累库需求不超过54万吨，考虑产业新增消费，累库约2个月，处于当前各国日益脱钩下合理水平，并非透支性需求。

美国终端制品进口高增来自电力设备，美国上半年在AI带动下，电力需求高增，因此我们认为，电力设备的进口高增多为消费而非累库。美国前5月需求同比增长33%，5月单月同比增长62%。

与中国不同，美国的表观需求增长来自232关税导致的铜进口提升，美国实际铜消费除了表需外，也包含铜制品进口完成的铜元素消费，美国前5月铜制品进口同比增长10%，5月单月同比增长19%，实际需求合计前5月同比增长18%，5月单月同比增长35%，美国总需求呈现旺盛特征。

### 投资建议与估值

基于以上分析，我们认为在美国关税背景下，市场高估了美国的累库需求，低估了产业自身需求的高增，我们对后续铜板块的表现依然持乐观态度。

### 风险提示

全球铜供应超预期；铜需求走弱超预期。



## 研究背景：

2025 年 3 月，美国对铜发起 232 关税调查，4 月美国开启对等关税，2025 年上半年抢出口等需求强劲。在抢出口下，市场担心 2025 上半年需求前置，2025 下半年将面临抢出口需求回落等风险，使得市场对 2025 下半年需求持续性存疑。

因此，本篇报告，我们将着重讨论今年上半年美国因关税所导致的前置需求体量，并对下半年的需求进行评估。并最终得出以下结论：

1. 中国表需高增来自抢出口，国内需求呈现出显著的季节性特征，因此我们认为下半年国内旺季特征将依然存在。
2. 美国表需高增来自进口阴极铜，美国上半年累库需求不超过 54 万吨，考虑产业新增消费，累库约 2 个月，处于当前各国日益脱钩下合理水平，并非透支性需求。
3. 美国终端制品进口高增来自电力设备，美国上半年在 AI 带动下，电力需求高增，因此我们认为，电力设备的进口高增多为消费而非累库。
4. 中国铜的出口需求增长主要来自电力设备，海外电力设备为消费而非累库，因此铜出口需求呈现稳定增长而不会出现强库存周期式回落。
5. 最终结论，中国旺季表征将依然存在。同时，美国抢库存对总体需求透支有限，安全库存积累不影响后续采购需求。

## 中国需求：超预期强劲，核心增长来自抢出口

中国前 6 月铜需求累计同比增长 12%，6 月单月由于低基数的原因单月同比增长 21%。表观需求包含制品出口需求及国内实际用铜需求，拆分来看，国内实际用铜需求累计同比增长 4%，6 月单月同比增长 18%，高增长主要源于国内 2024 年 6 月的低基数，彼时由于高铜价国内需求受压制较为严重，前 5 月累计同比增速 1%，国内 2025 年增速总体偏低，但依然体现出明显的季节性特征。在季节性特征下，我们依然预计 2025 年 9-10 月国内将体现显著的旺季特征。

增量角度来看，国内今年上半年新增需求 89.6 万吨，铜材净进口由于海内外价差的原因减少 16.1 万吨，新废铜损耗增加 18.4 万吨，铜制品新增出口 26.4 万吨，最终国内实际需求增长 28.7 万吨。


**图表1：中国铜表观需求 2025 上半年高增 12%**

单位：万金属吨	中国铜表观需求	铜材净进口	新废铜（25%）	中国铜制品出口	中国实际铜需求
2023-01	109.2	39.9	-37.3	18.9	92.9
2023-02	102.1	32.0	-33.5	14.5	86.2
2023-03	128.1	30.1	-39.5	21.9	96.7
2023-04	124.7	32.2	-39.2	22.1	95.6
2023-05	131.2	37.0	-42.0	22.7	103.4
2023-06	123.6	36.8	-40.1	21.1	99.2
2023-07	123.5	36.7	-40.0	21.0	99.1
2023-08	135.6	39.8	-43.8	20.7	110.8
2023-09	136.3	40.3	-44.1	22.8	109.7
2023-10	135.4	43.1	-44.6	21.6	112.3
2023-11	136.3	47.4	-45.9	23.1	114.7
2023-12	136.0	39.3	-43.8	23.7	107.8
<b>2023 年</b>	<b>1522.0</b>	<b>454.5</b>	<b>-494.1</b>	<b>254.2</b>	<b>1228.3</b>
2024-01	136.1	44.3	-45.1	25.1	110.2
2024-02	109.6	31.4	-35.2	18.7	87.0
2024-03	122.9	38.0	-40.2	22.4	98.3
2024-04	130.2	34.8	-41.2	22.8	100.9
2024-05	128.6	36.1	-41.2	21.6	101.9
2024-06	119.3	20.7	-35.0	22.3	82.7
2024-07	130.8	29.9	-40.2	22.8	97.7
2024-08	134.9	31.5	-41.6	24.6	100.2
2024-09	146.5	40.2	-46.7	23.4	116.6
2024-10	139.1	43.0	-45.5	24.4	112.1
2024-11	148.4	43.4	-47.9	24.8	119.0
2024-12	156.5	48.1	-51.1	27.9	125.5
<b>2024 年</b>	<b>1602.7</b>	<b>441.3</b>	<b>-511.0</b>	<b>280.7</b>	<b>1252.3</b>
2025-01	128.8	32.6	-40.3	28.8	92.3
2025-02	120.8	33.3	-38.5	17.7	97.8
2025-03	149.4	32.5	-45.5	26.3	110.2
2025-04	152.4	28.6	-45.2	30.8	104.9
2025-05	140.6	31.6	-43.0	28.7	100.4
2025-06	144.3	30.6	-43.7	33.6	97.5
<b>2025 年 1-6 月</b>	<b>836.2</b>	<b>189.1</b>	<b>-256.3</b>	<b>165.8</b>	<b>603.2</b>
前 6 月同比	12%	-8%	8%	25%	4%
6 月同比	21%	48%	25%	51%	18%
前 6 月增量	89.6	-16.1	-18.4	26.4	28.7

来源：Wind、SMM、海关总署、国金证券研究所

而出口方面，中国制品出口前 6 月累计同比增长 25%，单月同比增长 51%，维持高增速。拆分具体领域看，核心增量来自电力设备，包括电线电缆及变压器，贡献主要增量。前 6 月铜出口贡献 26.4 万吨，其中电力设备合计 22.6 万吨，占整体新增需求的 85%。

而外需能否持续，则需要了解电线电缆及变压器的需求是抢出口补库还是产业需求的高增。接下来我们将对美国及欧盟的进出口情况进行分析。



图表2: 中国各领域净出口含铜, 电力设备是增长核心

单位: 万金属吨	冰箱	空调	汽车	变压器	洗衣机	手机	电脑	电线电缆	合计
2023-01	0.5	1.3	1.5	1.0	0.1	1.4	0.7	12.3	18.9
2023-02	0.4	1.3	1.8	0.6	0.1	0.8	0.6	8.8	14.5
2023-03	0.6	1.8	1.7	1.0	0.1	0.8	0.8	15.0	21.9
2023-04	0.7	1.6	2.2	1.1	0.1	0.9	0.8	14.6	22.1
2023-05	0.8	1.6	2.9	1.2	0.1	0.9	0.9	14.3	22.7
2023-06	0.8	1.3	2.0	1.2	0.1	0.8	0.9	14.1	21.1
2023-07	0.7	0.9	2.6	1.2	0.1	0.9	0.9	13.7	21.0
2023-08	0.7	0.8	2.0	1.2	0.2	0.7	0.9	14.3	20.7
2023-09	0.8	0.7	2.7	1.5	0.2	1.6	0.9	14.5	22.8
2023-10	0.7	0.6	3.1	1.2	0.2	2.0	0.9	13.0	21.6
2023-11	0.7	0.7	2.7	1.2	0.2	1.8	0.9	14.9	23.1
2023-12	0.7	0.9	2.3	2.0	0.1	1.4	0.8	15.3	23.7
<b>2023年</b>	<b>8.3</b>	<b>13.4</b>	<b>27.6</b>	<b>14.3</b>	<b>1.7</b>	<b>14.0</b>	<b>10.0</b>	<b>164.9</b>	<b>254.2</b>
2024-01	0.8	1.6	2.6	1.3	0.2	1.2	0.7	16.7	25.1
2024-02	0.6	1.4	2.4	1.0	0.1	0.8	0.7	11.7	18.7
2024-03	0.8	1.7	3.2	1.3	0.2	0.8	0.8	13.6	22.4
2024-04	0.8	1.6	3.5	1.2	0.1	0.9	0.7	13.9	22.8
2024-05	0.8	1.6	3.0	1.2	0.1	0.7	0.7	13.4	21.6
2024-06	0.8	1.5	2.3	1.3	0.1	0.7	0.8	14.7	22.3
2024-07	0.8	1.2	2.6	1.4	0.1	0.9	0.9	15.0	22.8
2024-08	0.8	1.0	3.2	1.5	0.1	0.8	0.8	16.3	24.6
2024-09	0.8	0.8	3.8	1.6	0.1	1.4	0.8	14.1	23.4
2024-10	0.8	0.8	3.7	1.6	0.2	1.7	0.8	15.0	24.4
2024-11	0.7	0.9	2.7	1.8	0.1	1.6	0.8	16.0	24.8
2024-12	0.8	1.2	3.3	1.9	0.2	1.1	0.9	18.6	27.9
<b>2024年</b>	<b>9.2</b>	<b>15.2</b>	<b>36.2</b>	<b>17.3</b>	<b>1.7</b>	<b>12.5</b>	<b>9.5</b>	<b>179.1</b>	<b>280.7</b>
2025-01	0.8	1.7	3.8	1.8	0.2	1.0	0.8	18.7	28.8
2025-02	0.6	1.5	2.4	1.3	0.1	0.8	0.6	10.4	17.7
2025-03	0.8	1.8	3.3	1.5	0.1	0.8	0.7	17.2	26.3
2025-04	0.8	1.8	4.2	1.7	0.2	0.7	0.7	20.7	30.8
2025-05	0.7	1.6	4.3	1.6	0.1	0.6	0.6	19.0	28.7
2025-06	0.7	1.1	3.7	1.9	0.1	0.6	7.4	18.0	33.6
<b>2025年1-6月</b>	<b>4.5</b>	<b>9.7</b>	<b>21.7</b>	<b>9.9</b>	<b>0.9</b>	<b>4.5</b>	<b>10.7</b>	<b>104.0</b>	<b>165.8</b>
前6月同比	-2%	3%	27%	34%	-1%	-13%	140%	24%	25%
6月同比	-12%	-26%	60%	47%	7%	-12%	815%	23%	51%
前6月新增	-0.1	0.3	4.7	2.5	0.0	-0.7	-0.3	20.0	26.4

来源: Wind、SMM、海关总署、国金证券研究所



## 美国需求：超预期强劲，核心增长来自抢进口铜

美国前5月需求同比增长33%，5月单月同比增长62%。与中国不同，美国的表观需求增长来自232关税导致的铜进口提升，美国实际铜消费除了表需外，也包含铜制品进口完成的铜元素消费，美国前5月铜制品进口同比增长10%，5月单月同比增长19%，实际需求合计前5月同比增长18%，5月单月同比增长35%，美国总需求呈现旺盛特征。

前5月新增需求29.2万吨，这29.2万吨中，既包含了美国铜加工厂的产业需求增长，也包含了库存需求增长，而我们能得到的结论是，前5月美国的累库需求至多为29.2万吨（即美国产业端没有任何需求增长）。另外的COMEX的库存截至7月26日为24.8万吨，因此美国累库需求合计不超过 $24.8+29.2=54$ 万吨，而美国的铜表观需求基数我们测算为220万吨，**库存月数上限约为3个月。**

然而，我们将从下表发现，美国的电力设备进口需求十分旺盛，我们有理由认为美国产业端依然有不小的增速，因此美国铜加工厂的累库将远低于54万吨，我们预计本次补库后的全美库存月数约为2个月左右，而结合当下国际环境的纷繁复杂及美国迫切的资源安全需求考虑，2个月的产业库存并非透支，我们认为这2个月库存在美国将长期维持，美国的铜库存水平在中长期内得到提升。


**图表3: 美国表观需求 2025 前5 月同比增长 33%**

单位: 万金属吨	铜表观需求	铜材净进口	新废铜 (25%)	铜制品出口	实际铜需求
2023-01	16.9	0.7	-4.4	-24.9	38.2
2023-02	17.0	0.7	-4.4	-23.4	36.7
2023-03	23.8	0.6	-6.1	-26.7	45.0
2023-04	22.0	0.7	-5.7	-26.3	43.3
2023-05	20.1	0.6	-5.2	-29.2	44.8
2023-06	20.4	0.7	-5.3	-28.9	44.7
2023-07	19.2	0.9	-5.0	-28.2	43.3
2023-08	17.9	0.7	-4.7	-29.9	43.9
2023-09	19.5	0.6	-5.0	-28.5	43.6
2023-10	17.6	0.5	-4.5	-31.9	45.5
2023-11	14.7	0.6	-3.8	-30.2	41.7
2023-12	14.0	0.5	-3.6	-26.4	37.2
<b>2023 年</b>	<b>223.1</b>	<b>7.9</b>	<b>-57.8</b>	<b>-334.7</b>	<b>508.0</b>
2024-01	21.2	0.5	-5.4	-27.9	44.1
2024-02	15.9	0.4	-4.1	-27.9	40.2
2024-03	17.3	0.4	-4.4	-27.9	41.2
2024-04	15.9	0.7	-4.1	-28.0	40.4
2024-05	19.0	0.5	-4.9	-26.7	41.4
2024-06	17.0	0.6	-4.4	-26.1	39.3
2024-07	20.2	0.7	-5.2	-29.5	45.2
2024-08	22.3	0.9	-5.8	-29.6	47.0
2024-09	22.4	0.9	-5.8	-28.8	46.3
2024-10	18.0	0.7	-4.7	-29.1	43.1
2024-11	17.4	1.2	-4.6	-30.0	43.9
2024-12	21.0	1.3	-5.6	-29.5	46.2
<b>2024 年</b>	<b>227.8</b>	<b>8.7</b>	<b>-59.1</b>	<b>-341.0</b>	<b>518.3</b>
2025-01	20.9	1.1	-5.5	-30.6	47.1
2025-02	17.6	0.8	-4.6	-27.3	41.1
2025-03	19.6	1.2	-5.2	-31.1	46.7
2025-04	29.7	0.7	-7.6	-31.0	53.8
2025-05	30.9	1.4	-8.1	-31.8	56.0
<b>2025 年 1-5 月</b>	<b>118.5</b>	<b>5.2</b>	<b>-30.9</b>	<b>-151.9</b>	<b>244.7</b>
前 5 月同比	33%	108%	35%	10%	18%
5 月同比	62%	171%	65%	19%	35%
前 5 月新增	29.2	2.7	-8.0	-13.4	37.4

来源: Wind、海关总署、美国国际贸易委员会、国金证券研究所

美国铜终端制品进口方面, 2025 年前 5 月, 电力设备占总新增进口量的 91%, 其中电线电缆新增尤为突出。其他商品增速并不突出, 抢出口影响相对优先, 核心需要判断美国电力设备的需求是否持续。而据路透社专栏作家 Gavin Maguire 援引清洁能源智库 Ember 的数据, 2025 年 1 月至 6 月, 美国公用事业提供的电力增长了 4%, 这得益于数据中心的扩张所带来的电力需求增长。

因此我们认为, 美国电力设备的需求并非周期性库存, 而是需求趋势性上行所带来的结果。



下半年美国的电力设备进口需求依然保持旺盛,这使得国内电线电缆企业的生产继续保持旺盛,从而保证了国内出口需求的稳定。

**图表4: 美国各领域净进口含铜, 2025年前5月, 电力设备新增进口量占总新增量的91%**

单位: 万金属吨	冰箱	空调	汽车	变压器	洗衣机	手机	电脑	电线电缆	合计
2023-01	0.7	1.5	4.9	4.4	0.1	0.8	0.5	12.1	24.9
2023-02	0.7	1.8	4.4	4.1	0.1	0.5	0.4	11.4	23.4
2023-03	0.9	2.2	5.5	4.4	0.1	0.5	0.5	12.7	26.7
2023-04	0.9	2.1	5.5	4.2	0.1	0.6	0.5	12.5	26.3
2023-05	1.0	2.3	5.5	4.9	0.1	0.6	0.7	14.2	29.2
2023-06	0.9	1.7	6.8	4.9	0.1	0.5	0.6	13.3	28.9
2023-07	1.0	1.7	6.2	5.4	0.1	0.6	0.6	12.7	28.2
2023-08	0.9	1.7	6.4	5.5	0.1	0.5	0.6	14.2	29.9
2023-09	0.9	1.5	6.5	4.7	0.1	1.0	0.6	13.2	28.5
2023-10	1.1	1.6	7.3	5.7	0.1	1.0	0.9	14.2	31.9
2023-11	1.0	1.3	7.1	5.4	0.1	0.9	0.8	13.8	30.2
2023-12	0.9	1.0	8.1	4.4	0.1	0.7	0.5	10.6	26.4
2023年	10.9	20.4	74.1	58.0	1.0	8.2	7.4	154.8	334.7
2024-01	0.9	1.5	6.6	4.9	0.1	0.5	0.7	12.7	27.9
2024-02	0.8	1.7	6.4	4.7	0.1	0.5	0.6	13.2	27.9
2024-03	0.9	2.0	5.7	5.5	0.1	0.4	0.7	12.7	27.9
2024-04	0.8	1.9	6.4	4.7	0.1	0.5	0.7	13.0	28.0
2024-05	0.8	1.7	5.5	4.7	0.1	0.5	0.7	12.8	26.7
2024-06	0.9	1.7	5.8	4.6	0.1	0.5	0.8	11.8	26.1
2024-07	1.0	1.9	6.5	5.1	0.1	0.5	0.9	13.7	29.5
2024-08	1.0	1.8	6.0	5.4	0.1	0.5	0.9	14.0	29.6
2024-09	0.9	1.6	5.5	5.4	0.1	0.8	1.0	13.4	28.8
2024-10	0.9	1.7	6.4	4.8	0.1	0.9	0.9	13.6	29.1
2024-11	0.9	1.7	6.7	5.6	0.1	0.7	0.8	13.6	30.0
2024-12	0.9	1.6	7.1	5.3	0.1	0.7	0.9	12.8	29.5
2024年	10.4	20.8	74.6	60.6	0.9	7.1	9.4	157.1	341.0
2025-01	0.9	1.5	6.3	5.9	0.1	0.7	1.0	14.2	30.6
2025-02	1.0	2.0	4.9	4.9	0.1	0.6	0.8	13.1	27.3
2025-03	0.9	2.4	6.4	5.8	0.1	0.8	1.0	13.8	31.1
2025-04	0.9	2.4	4.4	5.9	0.1	0.6	1.1	15.7	31.0
2025-05	0.8	2.1	5.1	5.6	0.1	0.6	1.4	16.2	31.8
2025年1-5月	4.5	10.3	27.1	28.0	0.4	3.3	5.3	72.9	151.9
1-5月同比	10%	18%	-11%	14%	-8%	34%	60%	13%	10%
5月同比	4%	21%	-7%	19%	-12%	15%	95%	27%	19%
前5月新增	0.4	1.5	-3.5	3.5	0.0	0.8	2.0	8.7	13.4

来源: Wind、海关总署、美国国际贸易委员会、国金证券研究所



## 投资建议与估值

基于以上分析，我们认为在美国关税背景下，市场高估了美国的累库需求，低估了产业自身需求的高增，我们对后续铜板块的表现依然持乐观态度。关注标的，紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、藏格矿业、铜陵有色、西部矿业、五矿资源、中国有色矿业、中国黄金国际等。

图表5：铜估值一览表（截至 2025 年 7 月 26 日）

公司名称	总市值 (亿元/亿港元)	归母净利润			PE		
		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
紫金矿业	5,275.6	320.5	415.3	472.8	16.5	12.7	11.2
洛阳钼业	1,970.4	135.3	152.9	167.5	14.6	12.9	11.8
金诚信	315.3	15.8	21.5	24.9	19.9	14.6	12.6
藏格矿业	739.4	25.8	30.3	44.7	28.7	24.4	16.5
西部矿业	416.5	29.3	36.4	41.3	14.2	11.4	10.1
铜陵有色	470.8	28.1	28.9	38.8	16.8	16.3	12.1
五矿资源	500.2	1.6	4.9	6.3	39.4	13.1	10.2
中国有色矿业	309.0	4.0	3.9	4.1	9.9	10.1	9.6
中国黄金国际	280.4	0.6	3.3	3.9	56.9	10.8	9.3
铜行业平均估值					24.1	14.0	11.5

来源：Wind、国金证券研究所（公司盈利预测来自 Wind 一致预期，港股公司净利润单位为亿美元，总市值为亿港元）

## 风险提示

全球铜供应超预期；铜需求走弱超预期。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**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