



# 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

## 金属材料组

分析师：金云涛（执业 S1130525030002） 分析师：王钦扬（执业 S1130523120001） 联系人：黄泽浩  
jinyuntao@gjzq.com.cn wangqin yang@gjzq.com.cn huangzehao@gjzq.com.cn

## 有色行业三季报总结：高景气持续，能源金属与小金属领涨

### 投资逻辑

25Q3 有色金属板块涨幅 41.82%，大幅超过同期沪深 300 指数涨幅；能源金属和小金属价格上涨，带动板块内企业业绩增长及板块表现领先。

**铜：**Q3 全球第二大铜矿停产，供应紧缺程度加剧，铜价持续上涨。铜矿及冶炼企业 25Q3 营收 4281.00 亿元，环比+0.14%；归母净利润 247.91 亿元，环比+7.92%；铜加工板块营收 801.33 亿元，环比-3.60%；归母净利润 8.23 亿元，环比-30.62%。多家矿企下调产量指引、全球第二大铜矿停产，催化铜价高涨，矿端企业充分受益，业绩进一步提升。

**铝：**吨铝利润环比增厚，电解铝高盈利走扩。25Q3 电解铝板块营收 1139.26 亿元，环比+0.19%；归母净利润 104.01 亿元，环比+8.33%；25Q3 铝加工板块营收 565.79 亿元，环比+4.05%；归母净利润 19.55 亿元，环比+1.60%。25Q3 “金九”旺季来临，终端需求回暖，下游开工率提升，支撑铝价上行，吨铝利润环比增厚。标的云铝股份、神火股份、天山铝业等。

**贵金属：**金银价格持续上涨。25Q3 贵金属板块营收 1342.10 亿元，环比+6.03%；归母净利 67.39 亿元，环比-1.70%，毛利率 25.92%，环比-0.61 个百分点；净利率 19.82%，环比+5.50 个百分点。25Q3 金价多次创下新高，黄金 ETF 总持仓环比大幅提升，全球央行购金仍处高位。后续关注中美贸易协定、美国降息路径、俄乌谈判前景等宏观环境变化。

**稀土磁材：**供需共振，板块迎戴维斯双击时刻。25Q3 稀土板块营收环比+21.18%；归母净利润环比+34.32%；价格方面，氧化镨钕均价 54.03 万元/吨，环比+25.07%。出口修复利多价格上行、供改兑现、供应扰动叠加板块战略属性提升，稀土板块将继续演化估值业绩双升，资源端建议关注中国稀土、广晟有色、北方稀土、包钢股份；磁材环节受益标的：金力永磁（磁材龙头，机器人贡献增长空间）。

**小金属：**价格涨跌互现，关注高弹性细分龙头。板块 25Q3 营收环比+9.16%；归母净利润环比+24.62%；钼精矿、钨精矿、锑和锡价格分别环比+19.28%、+37.17%、-17.69% 和+1.98%。小金属多数为具有战略属性的品种，广泛应用于新能源、高端制造和油气等领域且面临现有矿山项目品位逐步下滑、新项目投放存在较大不确定的问题。因而在产能周期驱动下小金属价格有望显著上涨。建议关注湖南黄金、华锡有色等标的。

**锂：**锂价出现反弹，盈利改善。25Q3 收入为 286 亿元，同比+23.2%；归母净利润 47.8 亿元，同比+208%；毛利率为 29.4%，同比+2.2pcts；净利率为 16.7%，同比+10pcts。

**新材料：**关注高景气细分赛道龙头。新材料板块 25Q3 营收环比+3.04%；归母净利润环比-15.33%。核心逻辑主要为科技创新和国产替代，后续新材料企业仍需跟踪并验证其 a 逻辑。

### 风险提示

宏观环境波动；提锂新技术带来供应释放；新矿山加速勘探开采，加速供应释放；项目建设进度不及预期。



## 内容目录

一、有色综述：能源金属与小金属领涨.....	5
二、工业金属：供需紧平衡支撑价格上涨，企业盈利有所分化.....	5
2.1 铜：供应紧缺程度加剧，铜价持续上涨.....	5
2.2 铝：吨铝利润环比增厚，电解铝高盈利走扩.....	7
三、贵金属：金银价格持续上涨，企业业绩表现分化.....	9
四、稀土磁材：供需共振，板块迎戴维斯双击时刻.....	10
五、小金属：价格涨跌互现，关注高弹性细分龙头.....	11
六、锂：锂价进一步走低，整体承压.....	12
七、镍钴板块：钴价环比持续增长，板块盈利改善.....	13
八、新材料：关注高景气细分赛道龙头.....	15
九、风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1：25Q3 有色金属板块涨幅 41.82%.....	5
图表 2：25Q3 能源金属和小金属涨幅领先.....	5
图表 3：25Q3 铜矿及冶炼营收环比+0.14%（亿元）.....	6
图表 4：25Q3 铜矿及冶炼归母净利环比+7.92%（亿元）.....	6
图表 5：25Q3 铜加工营收环比-3.60%（亿元）.....	6
图表 6：25Q3 铜加工归母净利环比-30.62%（亿元）.....	6
图表 7：25Q3 铜价持续上涨.....	6
图表 8：23年底以来铜 TC 大幅下滑.....	6
图表 9：25Q3 铜杆先降后升.....	7
图表 10：25Q3 铜板块企业归母净利有所分化（亿元）.....	7
图表 11：25Q3 电解铝行业营收环比+0.19%（亿元）.....	7
图表 12：25Q3 电解铝行业归母净利环比+8.33%（亿元）.....	7
图表 13：25Q3 铝加工行业营收环比+4.05%（亿元）.....	7
图表 14：25Q3 铝加工行业归母净利环比+1.60%（亿元）.....	7
图表 15：25Q3 铝价持续上涨.....	8
图表 16：25Q3 以来氧化铝价格有所下滑.....	8
图表 17：25Q3 电解铝利润环比增厚（元/吨）.....	8
图表 18：25Q3 电解铝企业归母净利润有所分化（亿元）.....	8
图表 19：25Q3 沪伦比值有所减少.....	8
图表 20：25Q3 铝棒加工费触底回升.....	8



图表 21: 明泰铝业 25Q3 营收环比持平 (亿元) .....	9
图表 22: 明泰铝业 25Q3 归母净利环比减少 (亿元) .....	9
图表 23: 25Q3 贵金属板块营收环比+6.03% (亿元) .....	9
图表 24: 25Q3 贵金属板块归母净利润环比-1.70% (亿元) .....	9
图表 25: 25Q3 金价持续上涨.....	9
图表 26: 25Q3 银价持续上涨.....	9
图表 27: 25Q3 黄金企业营收表现分化 (亿元) .....	10
图表 28: 25Q3 黄金企业归母净利润表现分化 (亿元) .....	10
图表 29: 3Q25 稀土板块营收环比有所改善 (亿元) .....	10
图表 30: 3Q25 磁材板块营收环比有所改善 (亿元) .....	10
图表 31: 3Q25 稀土板块盈利环比有所改善 (亿元) .....	10
图表 32: 3Q25 磁材板块盈利环比有所改善 (亿元) .....	10
图表 33: 3Q25 稀土毛利率环比基本持平.....	11
图表 34: 3Q25 磁材毛利率有所改善.....	11
图表 35: 轻稀土价格走势.....	11
图表 36: 重稀土价格走势.....	11
图表 37: 3Q25 小金属板块收入环比上行 (亿元) .....	12
图表 38: 3Q25 小金属净利润环比上行 (亿元) .....	12
图表 39: 3Q25 小金属板块毛利率环比增加.....	12
图表 40: 3Q25 小金属净利率环比微降.....	12
图表 41: 25Q3 锂板块营收环比+14% (亿元) .....	12
图表 42: 25Q3 锂板块归母净利润环比+140% .....	12
图表 43: 25Q3 锂板块销售毛利率环比小幅上升.....	13
图表 44: 25Q3 锂板块销售净利润率环比+8.8pcts.....	13
图表 45: 锂价因矿权扰动而上涨.....	13
图表 46: 锂精矿价格跟随锂盐价格上涨.....	13
图表 47: 25Q3 镍钴板块营收环比+8% (亿元) .....	14
图表 48: 25Q3 镍钴板块归母净利润环比-4%.....	14
图表 49: 25Q3 镍钴板块毛利率环比-0.2pcts.....	14
图表 50: 25Q3 镍钴板块净利润率环比-0.9pcts.....	14
图表 51: 国内钴产品价格环比持续增长.....	14
图表 52: 镍价筑底企稳.....	14
图表 53: 镍钴板块企业营收增长 (亿元) .....	15
图表 54: 镍钴板块企业净利润改善 (亿元) .....	15
图表 55: 3Q25 新材料板块收入环比上行 (亿元) .....	15



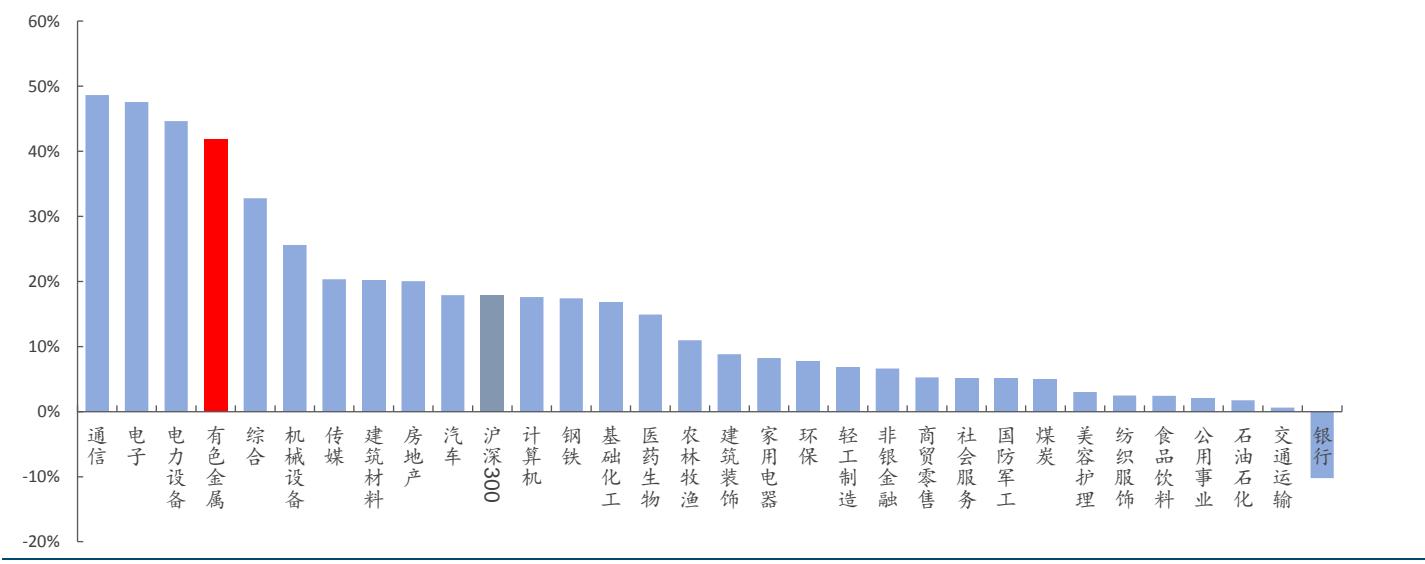
图表 56: 3Q25 小金属净利润环比下行 (亿元) .....	15
图表 57: 3Q25 新材料板块毛利率持续降低.....	16
图表 58: 3Q25 新材料板块收入环比微降.....	16



## 一、有色综述：能源金属与小金属领涨

25Q3 沪深 300 指数涨幅 17.90%，有色金属板块涨幅 41.82%，有色金属板块表现强于指数。

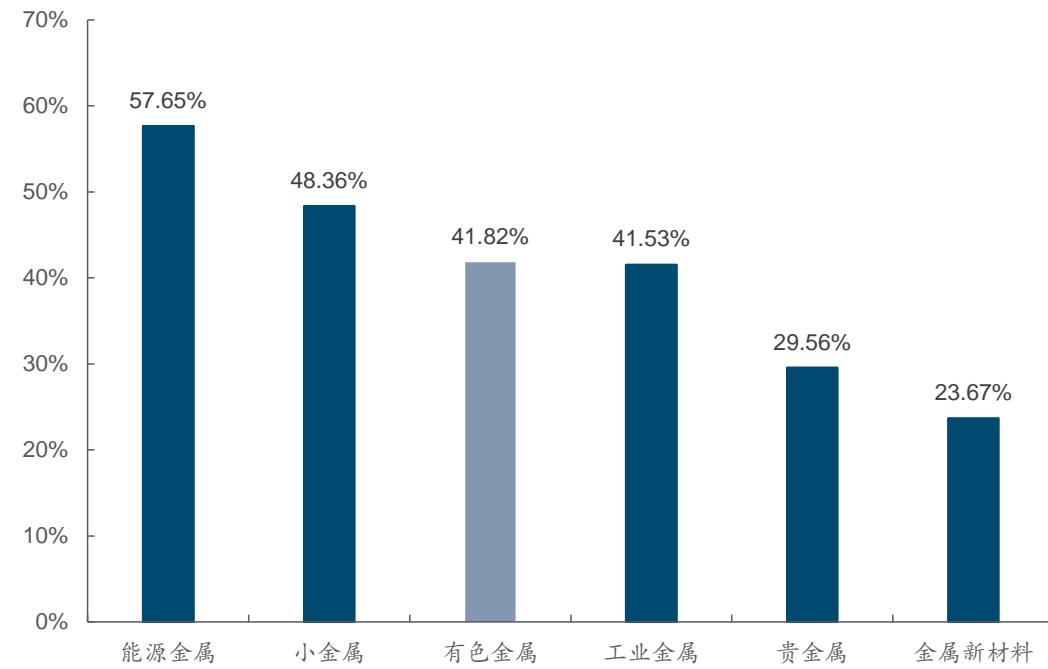
图表1：25Q3 有色金属板块涨幅 41.82%



来源：iFinD，国金证券研究所

25Q3 有色金属各子板块中，能源金属和小金属涨幅领先，涨幅分别为 57.65% 和 48.36%，其余金属板块均实现 20% 以上涨幅。

图表2：25Q3 能源金属和小金属涨幅领先



来源：iFinD，国金证券研究所

## 二、工业金属：供需紧平衡支撑价格上涨，企业盈利有所分化

### 2.1 铜：供应紧缺程度加剧，铜价持续上涨

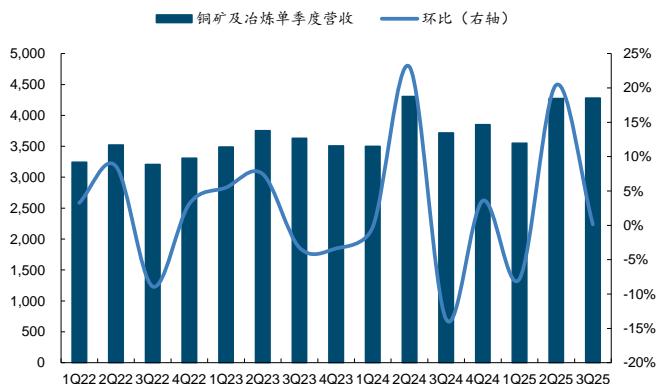
铜矿及冶炼板块：25Q3 营收 4281.00 亿元，环比+0.14%；归母净利润 247.91 亿元，环比+7.92%；毛利率 18.71%，环比-0.76 个百分点；净利率 9.13%，环比+1.30 个百分点。

铜加工板块：25Q3 营收 801.33 亿元，环比-3.60%；归母净利润 8.23 亿元，环比-30.62%；

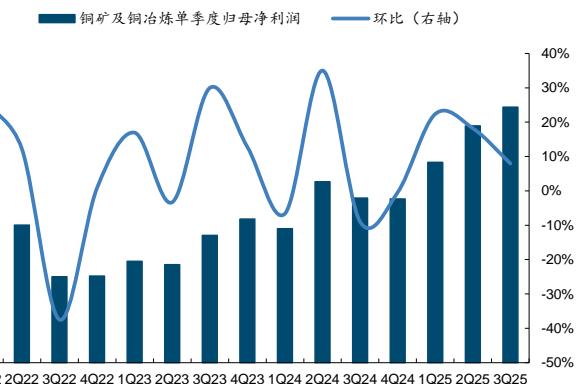


毛利率 7.27%，环比-0.75 个百分点；净利率 2.35%，环比-0.76 个百分点。

图表3：25Q3 铜矿及冶炼营收环比+0.14%（亿元）



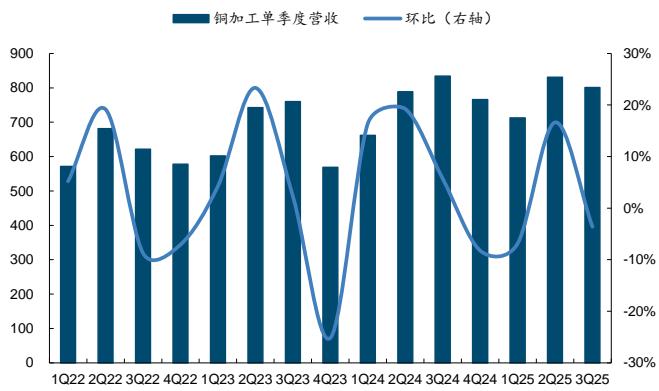
图表4：25Q3 铜矿及冶炼归母净利润环比+7.92%（亿元）



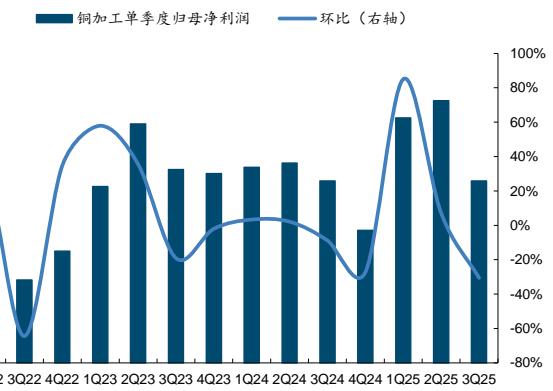
来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

图表5：25Q3 铜加工营收环比-3.60%（亿元）



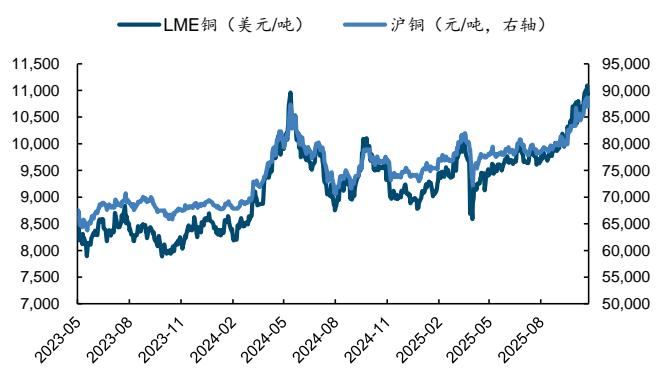
图表6：25Q3 铜加工归母净利润环比-30.62%（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

图表7：25Q3 铜价持续上涨



图表8：23年底以来铜TC大幅下滑



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

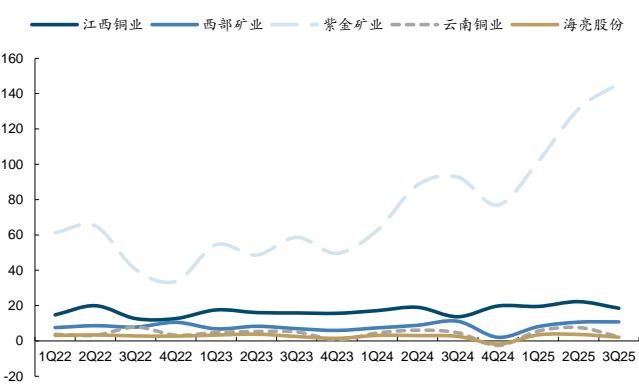


图表9: 25Q3 铜杆先降后升



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表10: 25Q3 铜板块企业归母净利有所分化 (亿元)



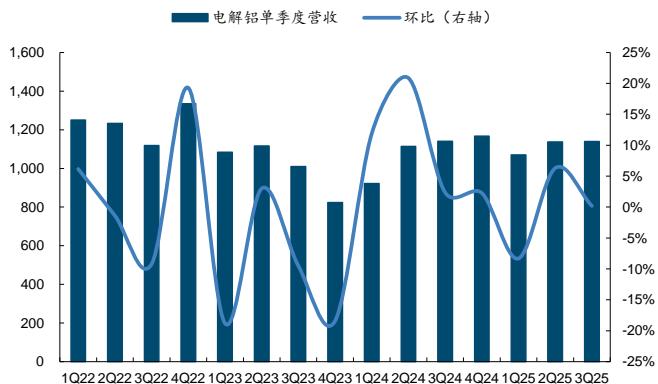
来源: iFinD, 国金证券研究所

## 2.2 铝: 吨铝利润环比增厚, 电解铝高盈利走扩

电解铝板块: 25Q3 营收 1139.26 亿元, 环比+0.19%; 归母净利润 104.01 亿元, 环比+8.33%; 毛利率 21.15%, 环比+1.42 个百分点; 净利率 13.62%, 环比+1.05 个百分点。

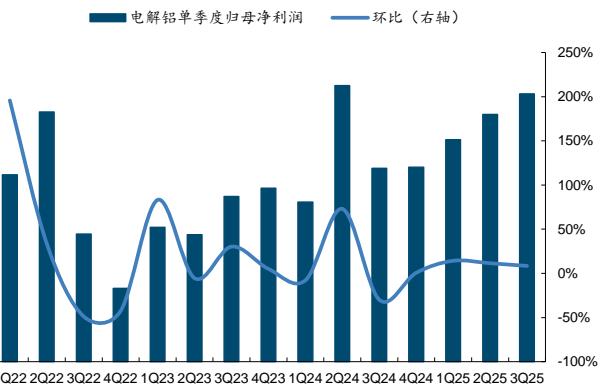
铝加工板块: 25Q3 营收 565.79 亿元, 环比+4.05%; 归母净利润 19.55 亿元, 环比+1.60%; 毛利率 9.14%, 环比+0.14 个百分点; 净利率 2.83%, 环比+0.39 个百分点。

图表11: 25Q3 电解铝行业营收环比+0.19% (亿元)



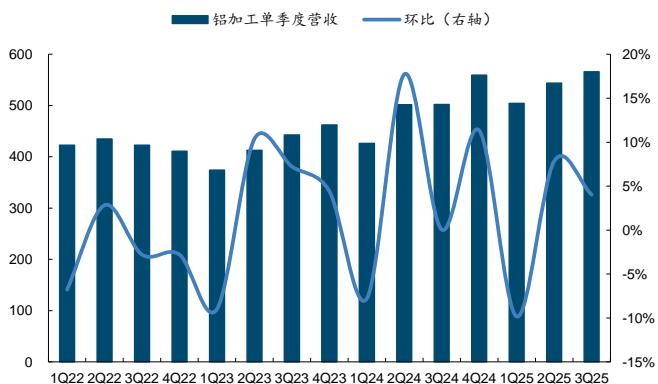
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表12: 25Q3 电解铝行业归母净利环比+8.33% (亿元)



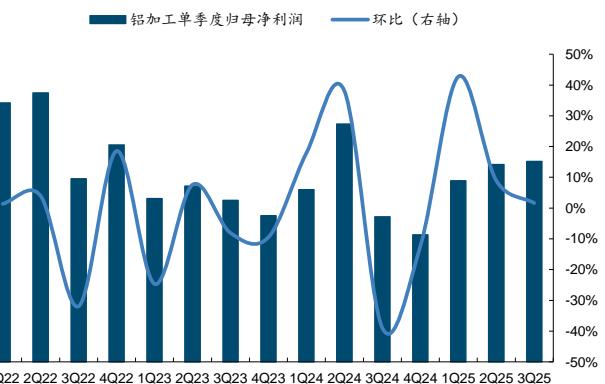
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表13: 25Q3 铝加工行业营收环比+4.05% (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

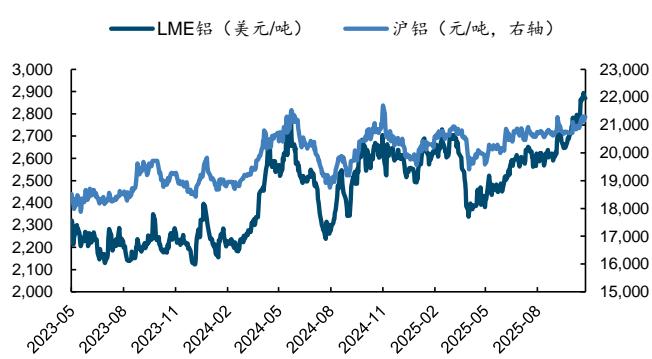
图表14: 25Q3 铝加工行业归母净利环比+1.60% (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

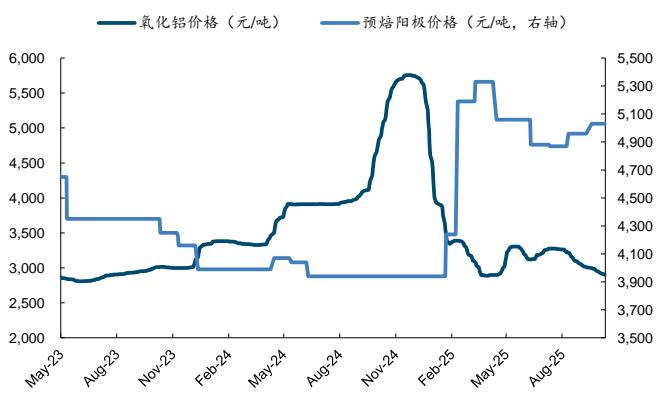


图表15: 25Q3 铝价持续上涨



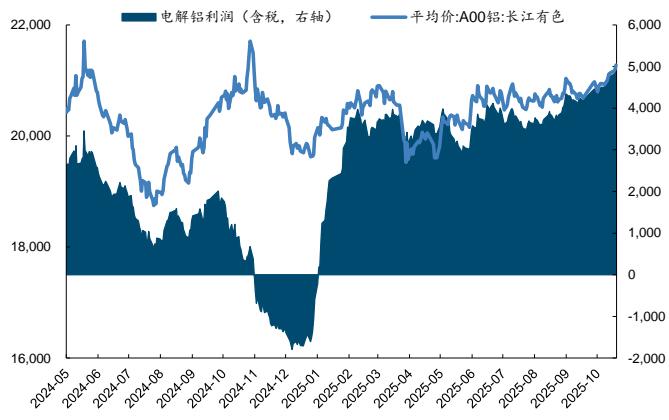
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表16: 25Q3以来氧化铝价格有所下滑



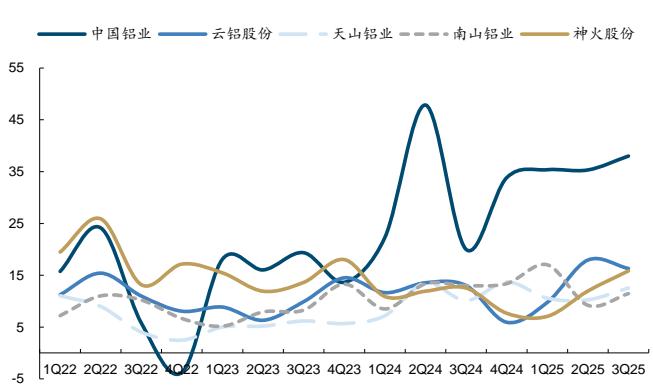
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表17: 25Q3 电解铝利润环比增厚 (元/吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表18: 25Q3 电解铝企业归母净利润有所分化 (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表19: 25Q3 沪伦比值有所减少



来源: iFinD, 国金证券研究所

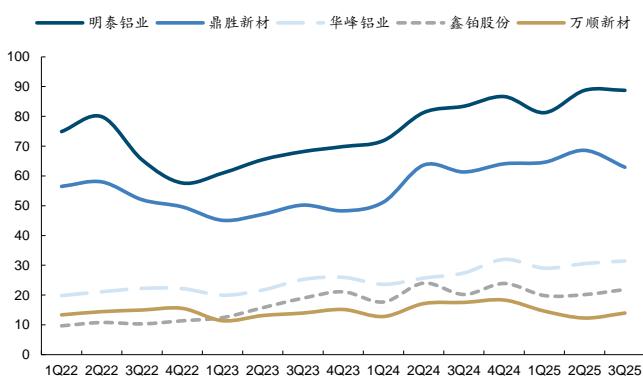
图表20: 25Q3 铝棒加工费触底回升



来源: iFinD, 国金证券研究所

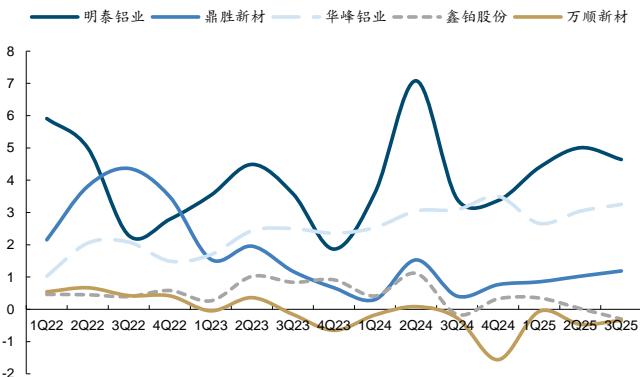


图表21：明泰铝业 25Q3 营收环比持平（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表22：明泰铝业 25Q3 归母净利环比减少（亿元）

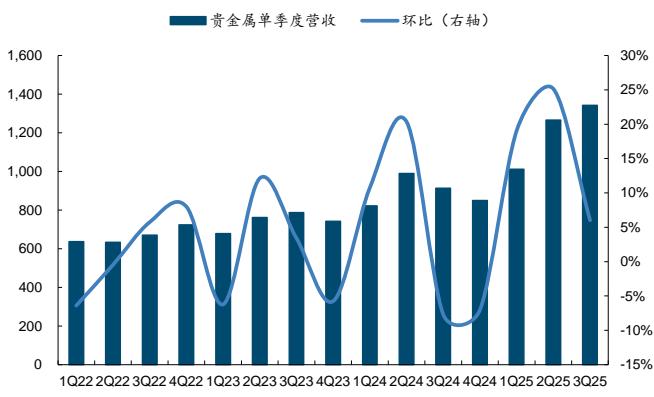


来源：iFinD，国金证券研究所

### 三、贵金属：金银价格持续上涨，企业业绩表现分化

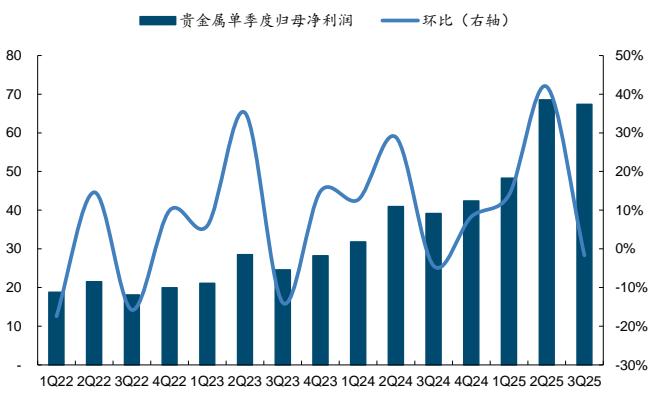
25Q3 贵金属板块营收 1342.10 亿元，环比+6.03%；归母净利 67.39 亿元，环比-1.70%，毛利率 25.92%，环比-0.61 个百分点；净利率 19.82%，环比+5.50 个百分点。

图表23：25Q3 贵金属板块营收环比+6.03%（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表24：25Q3 贵金属板块归母净利环比-1.70%（亿元）



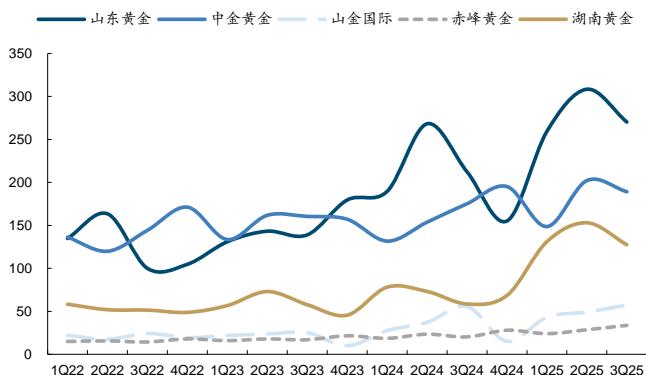
来源：iFinD，国金证券研究所

图表25：25Q3 金价持续上涨

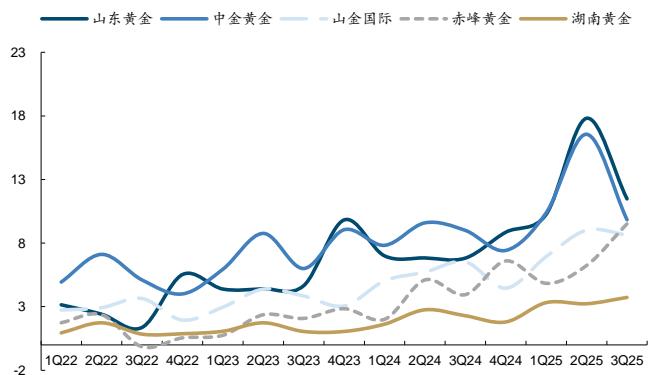




图表27: 25Q3 黄金企业营收表现分化 (亿元)



图表28: 25Q3 黄金企业归母净利润表现分化 (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

#### 四、稀土磁材：供需共振，板块迎戴维斯双击时刻

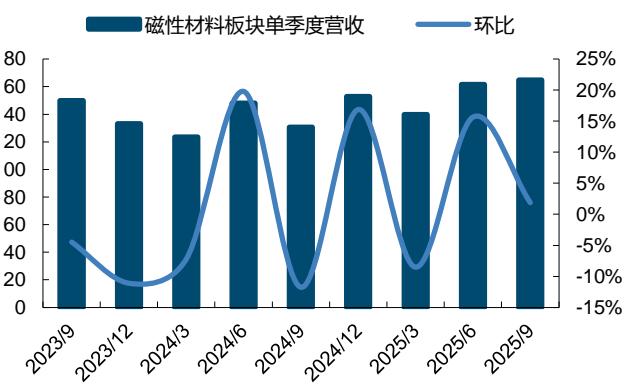
稀土板块 3Q25 营收同比+15.85%，环比+21.18%；归母净利润同比+87.88%，环比+34.32%；毛利率 11.14%，同比+4.32pcts，环比+0.10pcts；净利率 5.67%，同比+1.70pcts，环比+0.25pcts。

磁材板块 3Q25 营收同比+26.03%，环比+1.89%；归母净利润同比+72.32%，环比+7.08%；毛利率 24.44%，同比+2.51pcts，环比+1.39pcts；净利率 10.97%，同比+2.43pcts，环比+0.70pcts。

图表29: 3Q25 稀土板块营收环比有所改善 (亿元)



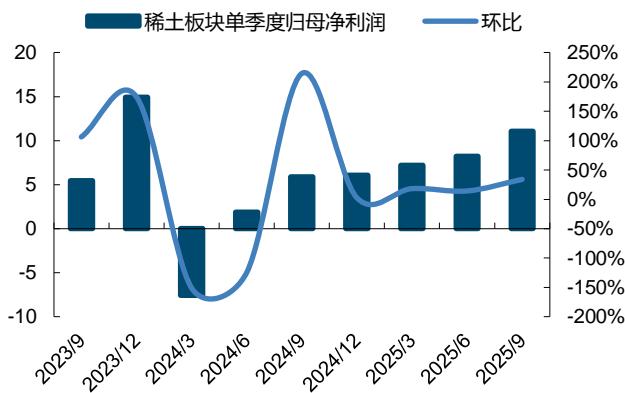
图表30: 3Q25 磁材板块营收环比有所改善 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表31: 3Q25 稀土板块盈利环比有所改善 (亿元)



图表32: 3Q25 磁材板块盈利环比有所改善 (亿元)





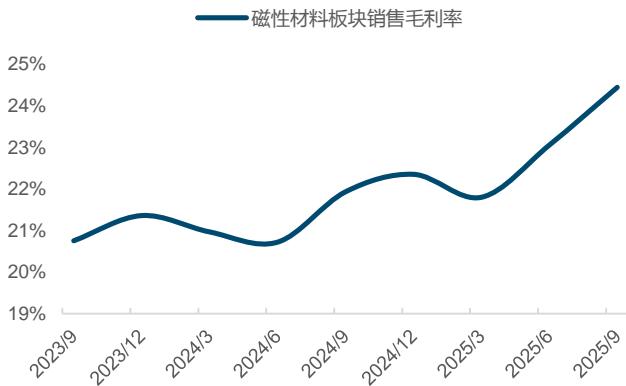
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表33: 3Q25 稀土毛利率环比基本持平



图表34: 3Q25 磁材毛利率有所改善



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

1、价格: 3Q25 氧化镨钕均价 54.03 万元/吨, 同比+38.69%, 环比+25.07%; 氧化铽均价为 716.43 万元/吨, 同比+31.50%、环比+1.34%。

2、3Q25 稀土板块业绩有所改善: 3Q25 稀土价格同比均有所上涨, 因而 3Q25 板块业绩继续改善; 磁材板块或受益需求旺盛、中游扩产增速合理, 加工费水平有所改善, 因而业绩改善显著。

3、后续走势判断: 出口修复利多价格上行、供改兑现、供应扰动叠加板块战略属性提升, 稀土板块将继续演化估值业绩双升, 资源端建议关注中国稀土(中重稀土龙头, 供改最大受益者)、广晟有色(低估、高成长的华南稀土龙头)、北方稀土(轻稀土龙头, 低成本优势显著)、包钢股份(稀土、钢铁双轮供改受益); 磁材环节受益标的: 金力永磁(磁材龙头, 机器人贡献增长空间)。

图表35: 轻稀土价格走势



图表36: 重稀土价格走势



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

## 五、小金属: 价格涨跌互现, 关注高弹性细分龙头

小金属板块 3Q25 营收同比+26.70%, 环比+9.16%; 归母净利润同比+57.28%, 环比+24.62%; 毛利率 16.84%, 同比+0.03pcts, 环比+0.25pcts; 净利率 5.87%, 同比-0.02pcts, 环比-0.23pcts。

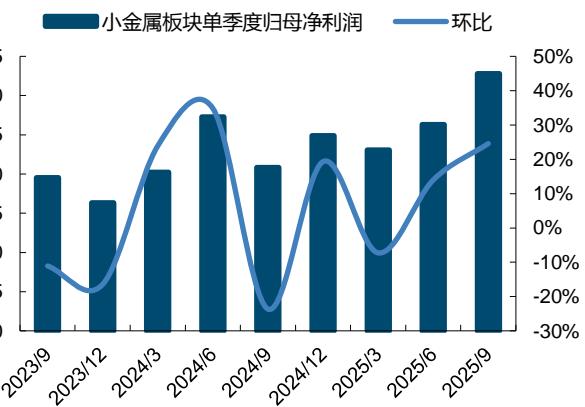
3Q25 小金属价格涨跌互现, 钨精矿、钨精矿、锑和锡价格分别环比+19.28%、+37.17%、-17.69%和+1.98%。小金属多数为具有战略属性的品种, 广泛应用于新能源、高端制造和油气等领域且面临现有矿山项目品位逐步下滑、新项目投放存在较大不确定的问题。因而在产能周期驱动下小金属价格有望显著上涨。建议关注小金属龙头标的湖南黄金、华锡有色、金钼股份和中钨高新。



图表37: 3Q25 小金属板块收入环比上行 (亿元)



图表38: 3Q25 小金属净利润环比上行 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表39: 3Q25 小金属板块毛利率环比增加



图表40: 3Q25 小金属净利率环比微降



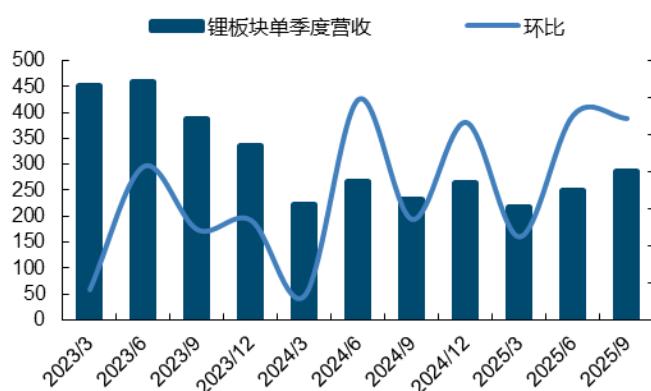
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

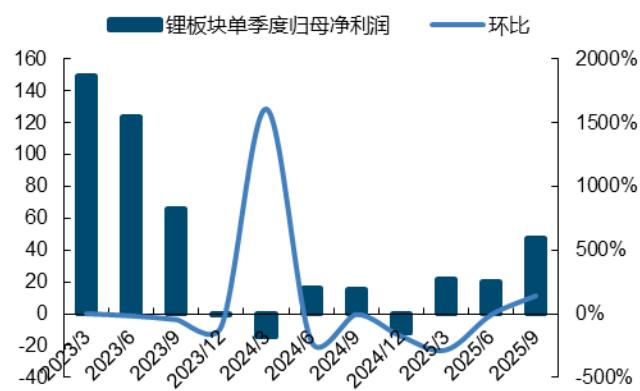
## 六、锂：锂价进一步走低，整体承压

锂板块 2025Q3 收入为 286 亿元，同比+23.2%；归母净利润 47.8 亿元，同比+208%；毛利率为 29.4%，同比+2.2pcts；净利率为 16.7%，同比+10pcts。

图表41: 25Q3 锂板块营收环比+14% (亿元)



图表42: 25Q3 锂板块归母净利润环比+140%

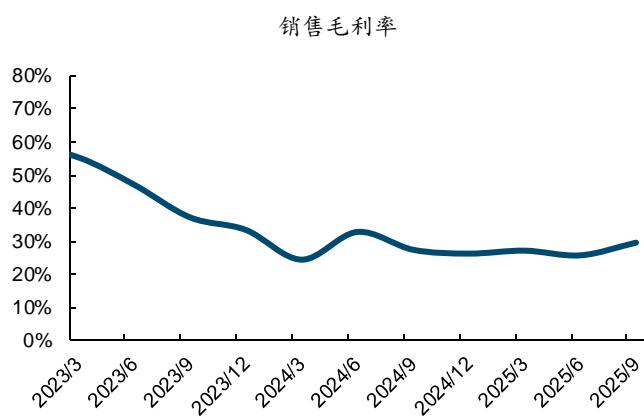


来源: iFind, 国金证券研究所

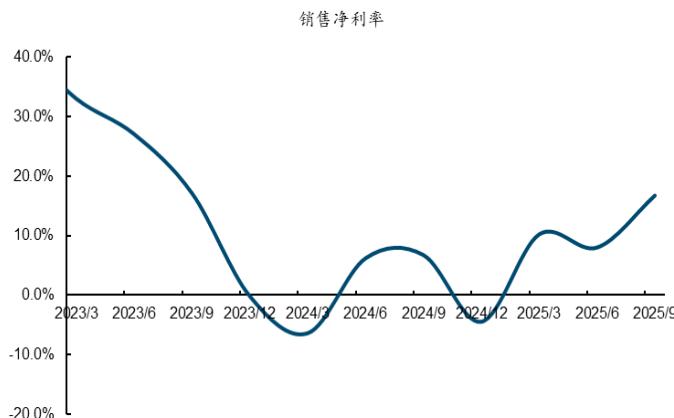
来源: iFind, 国金证券研究所



图表43: 25Q3 锂板块销售毛利率环比小幅上升



图表44: 25Q3 锂板块销售净利率环比+8.8pcts



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

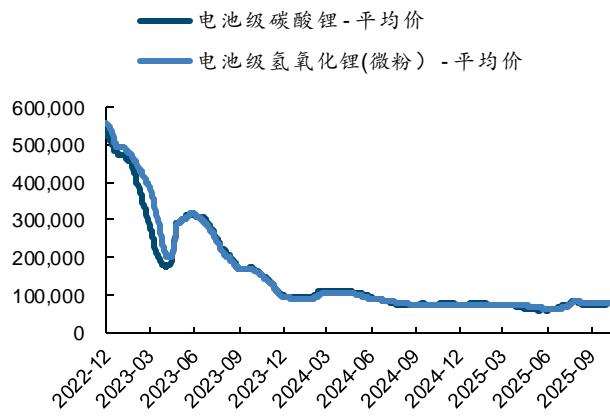
1、价格：受国内矿权政策规范化管理的带动，供应端有矿山和盐湖出现停产现象，电池级碳酸锂价格出现反弹，25Q3 碳酸锂均价 7.37 万元/吨，环比+5%，同比-9%。

2、产销量：25Q3 锂盐产量为 32.8 万吨，同比+18%/环比+10%。7 月锂盐价格持续反弹，企业端在期货市场抓住套保机会，促使此前开工率较低的企业开始提高产量，7-9 月产量逐月提升。

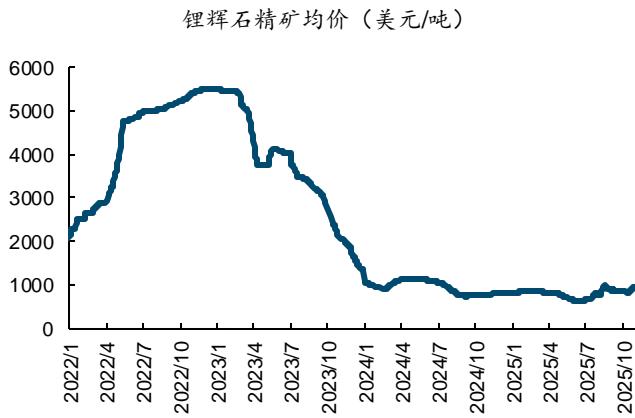
3、25Q3 锂板块业绩回升原因：锂盐价格有所反弹，企业资产减值减少。

4、后续走势判断：自江西锂云母矿出现停产以来，下游需求持续保持旺盛，行业库存持续去库。对 2026 年锂电池需求保持乐观，锂盐价格或有支撑。对于板块企业，仍建议关注自给率高或自给率快速提升的公司，分别为中矿资源、永兴材料、天齐锂业等。

图表45: 锂价因矿权扰动而上涨



图表46: 锂精矿价格跟随锂盐价格上涨



来源: SMM, 国金证券研究所

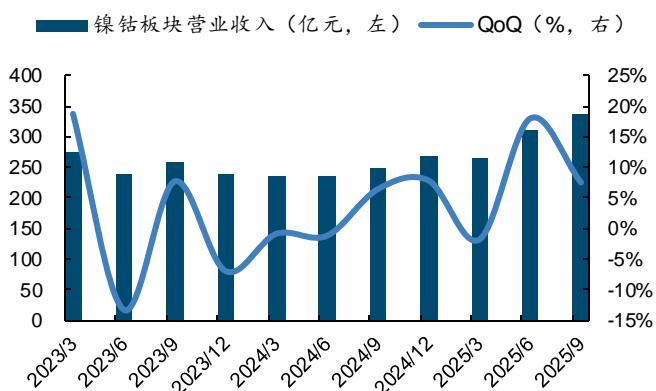
来源: SMM, 国金证券研究所

## 七、镍钴板块：钴价环比持续增长，板块盈利改善

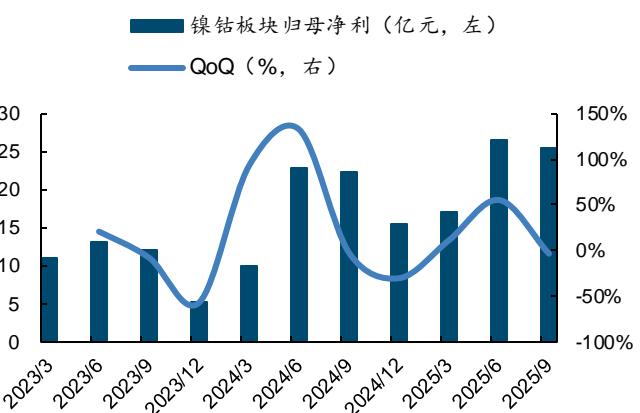
镍钴板块 2025Q3 收入为 336 亿元，同比+34%；归母净利润 25.5 亿元，同比+14%；毛利率为 18.1%，同比-1.8pcts；净利率为 7.6%，同比-1.3pcts。



图表47: 25Q3 镍钴板块营收环比+8% (亿元)



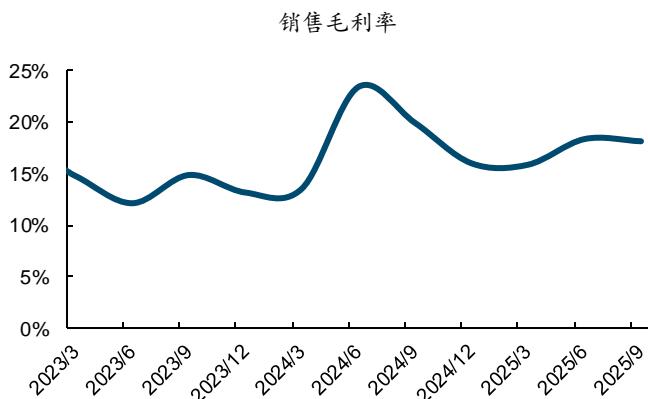
图表48: 25Q3 镍钴板块归母净利润环比-4% (亿元)



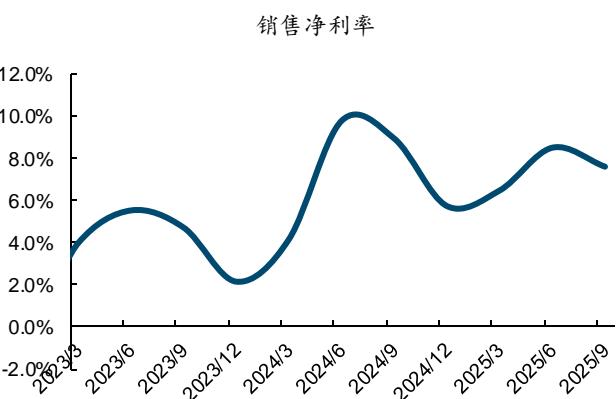
来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

图表49: 25Q3 镍钴板块毛利率环比-0.2pcts



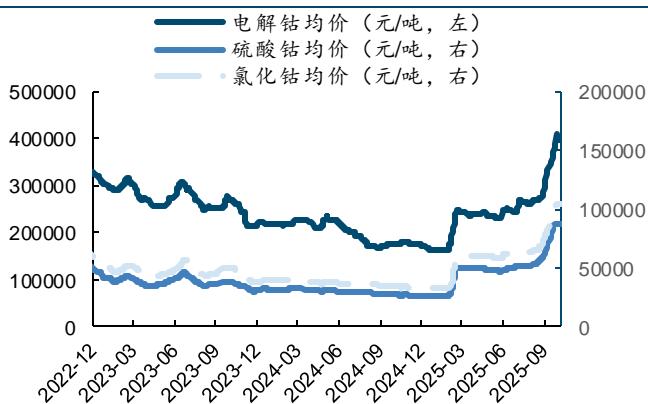
图表50: 25Q3 镍钴板块净利率环比-0.9pcts



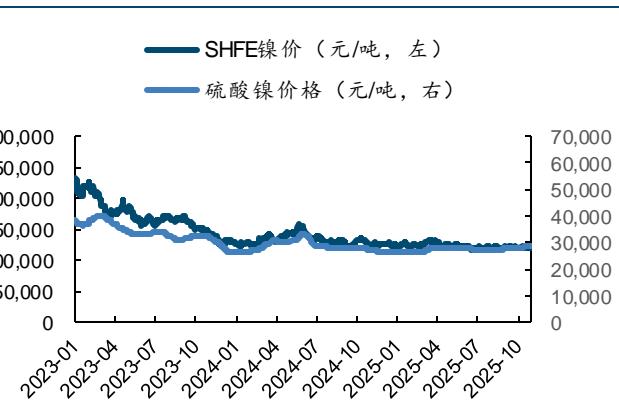
来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

图表51: 国内钴产品价格环比持续增长



图表52: 镍价筑底企稳

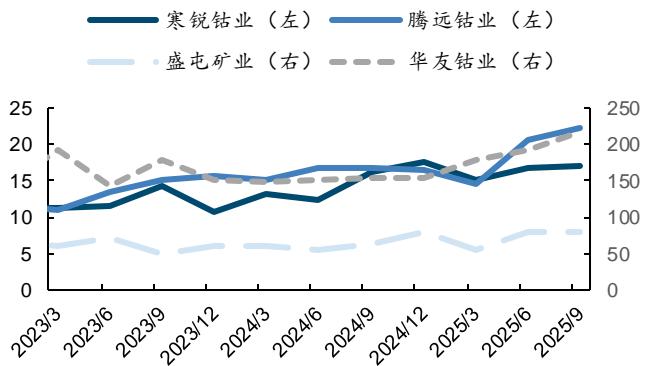


来源: SMM, 国金证券研究所

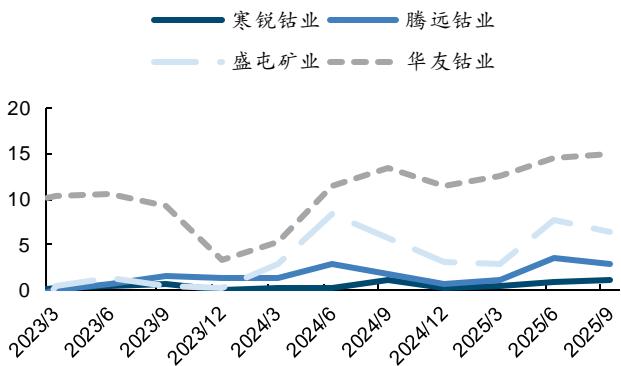
来源: SMM, 国金证券研究所



图表53：镍钴板块企业营收增长（亿元）



图表54：镍钴板块企业净利润改善（亿元）



来源：iFind，国金证券研究所

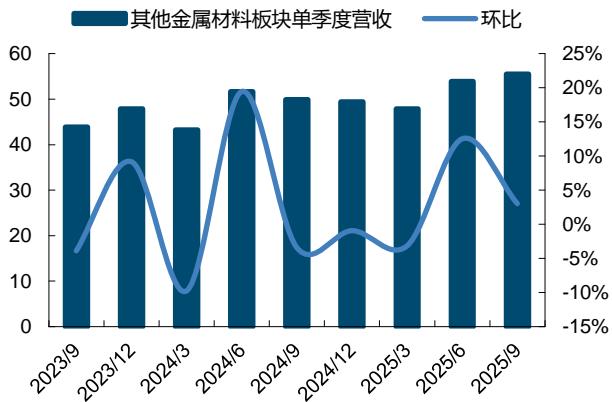
来源：iFind，国金证券研究所

## 八、新材料：关注高景气细分赛道龙头

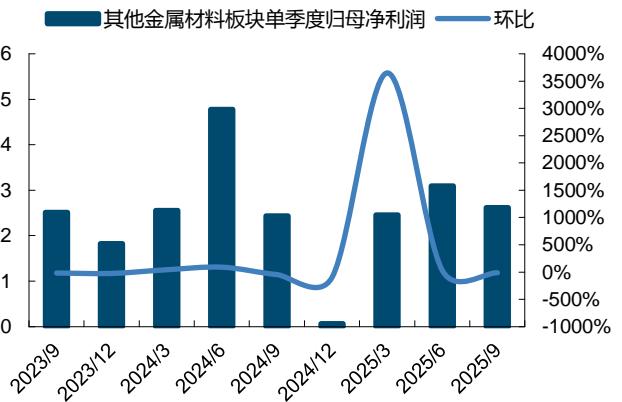
新材料板块 3Q25 营收同比+11.28%，环比+3.04%；归母净利润同比 7.51%，环比-15.33%；毛利率 19.57%，同比-0.33pcts，环比-0.77pcts；净利率 8.03%，同比-0.40pcts，环比-0.53pcts。

新材料企业主要特点为专业性强，下游应用分散，不受单一行业景气度限制，核心逻辑主要为科技创新和国产替代。后续新材料企业仍需跟踪并验证其 a 逻辑，建议关注以芯片电感为业绩增长曲线的铂科新材、半导体靶材投产放量的有研新材、羰基铁粉降本扩大量产市场的悦安新材、二代半导体衬底在光芯片上游放量的云南锗业等。

图表55：3Q25 新材料板块收入环比上行（亿元）



图表56：3Q25 小金属净利润环比下行（亿元）

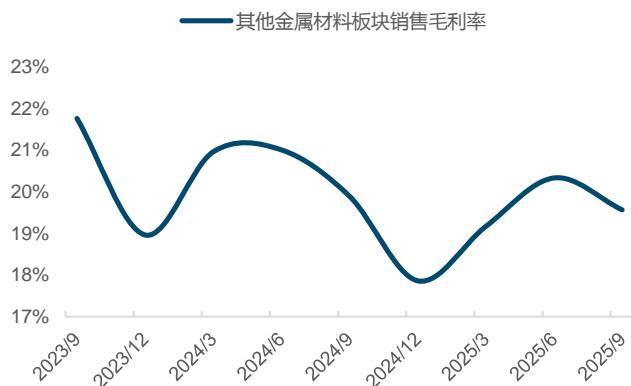


来源：wind，国金证券研究所

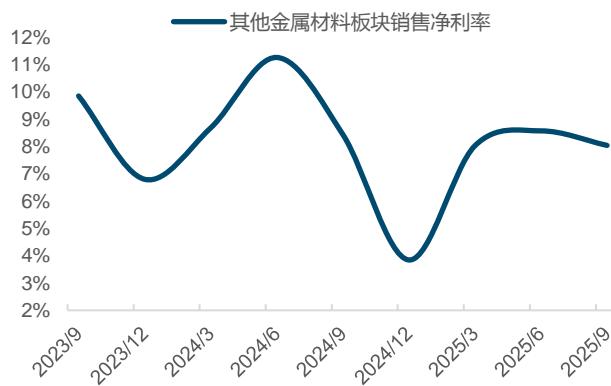
来源：wind，国金证券研究所



图表57：3Q25 新材料板块毛利率持续降低



图表58：3Q25 新材料板块收入环比微降



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

## 九、风险提示

宏观环境波动。基本金属需求与宏观经济运行状况息息相关，若宏观经济走弱，下游需求恢复不及预期，供需结构恶化将导致价格下跌，企业产销受阻，对业绩产生负面影响。此外，美联储货币政策也会对基本金属及贵金属价格产生冲击。

新技术黏土提锂的发展将有可能带动供应大幅释放，Sonora 项目位于墨西哥的索诺拉州，其提锂工艺兼具矿石提锂以及盐湖提锂的优点，既能够以类似矿石提锂的速度在短时间内完成提锂过程，也能够以类似卤水提锂的成本以较低成本完成提锂。

新矿山加速勘探开采，加速供应释放。锂产业链利润向上游转移，驱动矿企加速矿山的勘探、建设与开采，投产进度可能提前，加速供给释放。

项目建设进度不及预期。行业内各企业均有不能幅度扩产计划，盈利预测基于产能如期落地，若建设进度不及预期，将对公司利润造成负面影响。



**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。

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**

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

**北京**

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

**深圳**

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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**