



有色金属行业研究

买入（维持评级）
行业周报
 证券研究报告

金属材料组

分析师：李超（执业 S1130522120001）

lichao3@gjzq.com.cn

大宗&贵金属周报：美元冲高回落，金属金融属性有望修复

行情综述&投资建议

本周(12.16-12.20)A股下跌，沪深300指数跌0.14%，有色金属跌3.09%。鑫科材料、西部材料、鹏欣资源涨幅领先。

铜：本周LME铜价-1.24%至8944美元/吨，沪铜价-1.30%至7.38万元/吨。全球铜去库2.83万吨至48.58万吨，其中LME+COMEX去库0.09万吨至35.72万吨，国内社库+保税区去库2.74万吨至12.86万吨。供应端，据世界金属统计局(WBMS)公布的最新报告，2024年10月，全球铜精矿产量为160.81万吨，精炼铜产量为233.09万吨，供应存在缺口。2025年铜精矿TC长单也显示市场对明年矿供应偏紧的预期。本周进口铜精矿零单TC下跌至9.5美元/吨。冶炼端，在冶炼厂结束检修、完成全年产量计划等因素之下，预计12月国内铜产量将环比回升，但后续面临矿原料供应偏紧及废铜进口来源短期紧张的问题，铜产量预计难有大幅增长。消费端，据SMM，本周精铜杆开工率80.62%，环比-1.75%，主因临近月底，陆续有企业放缓节奏；本周线缆开工率86.73%，环比-4.30%，主因下游需求出现季节性疲软，除国网订单保持相对稳定外，其他行业订单普遍走弱。综合来看，临近年末，消费或将持续走弱，铜价缺乏持续上涨动力。据经济学人智库，2025-26年全球精炼铜消费将持续受到多种因素支持。中央经济工作会议提出扩大内需、加强超常规逆周期调节，消费预期利好铜价表现。预计2025年铜矿偏紧局面继续存在，2024年隐性原料库存去化较多，因而2025年原料短缺难有较多缓冲。供应偏紧将对铜价有较强的支撑，新能源继续贡献全球主要消费增量，铜价具备较好的向上弹性。原料偏紧预期之下，预计利润继续向资源端倾斜，建议关注有矿端保障的企业。

铝：本周LME铝价-2.79%至2542美元/吨，沪铝价-1.84%至2.00万元/吨。全球铝去库5.88万吨至138.52万吨，其中LME去库1.29万吨至66.22万吨，国内铝锭+铝棒去库4.59万吨至72.30万吨。供应端，本周四川部分铝厂因成本较高而检修减产的20.5万吨产能已停槽，广西个别电解铝厂因技改减产10万吨/年。成本端，本周氧化铝价格高位运行，后续部分氧化铝企业或面临减产，电解铝产能仍有减产风险。需求端，据SMM，本周铝下游开工率62.4%，环比-0.8%，铝板带、铝箔及铝型材开工率均呈下降趋势，其中铝板带企业下滑幅度较大，主因需求持续下滑，叠加周内铝板带重地河南环保检查再起，多家企业下调开工率，集中进行设备检修。在产能红线背景下，25年国内电解铝有望迎来产量达峰，同比增速显著下滑，而需求端增速基于新能源车、特高压以及光伏等产业带动，预计依然维持稳健增长，国内电解铝供需缺口将在25年显著扩大。在国内电解铝行业纳入碳排放权交易市场后，供需缺口和成本端抬升有望共同推动铝价迎来趋势性上涨，吨铝利润有望进一步扩张。稳定利润及现金流有望带来铝板块估值抬升。建议关注全产业链布局且具备成长性的中国铝业、天山铝业、神火股份、云铝股份等标的。

金：本周COMEX黄金价格-0.95%至2640.50美元/盎司，美债10年期TIPS上升16个基点至2.23%。SPDR黄金持仓增加13.50吨至877.40吨。本周因美国第三季度GDP数据超预期和美联储降息及其带来的政策放松幅度低于预期，金价有所下跌。美国11月PPI同比上涨3%，环比上涨0.4%，高于市场预期，随后美联储如期降息25个基点，鲍威尔称进一步降息的门槛可能会更高，预计25年政策放松幅度缩小，刺激美元指数飙升、现货黄金跌逾2%至一个月低点。短期内黄金价格存在震荡空间；中期来看，地缘政治延续波动，后续财政赤字及通胀预期、全球央行购金等因素有望推升金价表现。基于我们此前深度报告中的两阶段六因素模型，预计25年金价运行中枢有望攀升至2600-2700美元/盎司，特朗普上台，财政赤字率存在显著放大可能性，且再通胀或接踵而至，此两项核心因素叠加基于降息交易的SPDR持仓回流，伦敦现货黄金有望冲击3000美元。建议关注中金黄金。

风险提示

项目建设进度不及预期；需求不及预期；金属价格波动。



内容目录

一、行情综述&投资建议.....	4
1.1 本周观点&建议关注标的.....	4
1.2 行业与个股走势.....	4
1.3 金属价格&库存变化一览.....	5
二、各品种基本面.....	6
2.1 铜.....	6
2.2 铝.....	7
2.3 锌.....	8
2.4 铅.....	9
2.5 锡.....	10
2.6 贵金属.....	11
2.7 钢铁.....	12
三、公司重要公告.....	12
四、风险提示.....	12

图表目录

图表 1: 各行业指数表现.....	5
图表 2: 本周涨幅前十股票.....	5
图表 3: 本周跌幅前十股票.....	5
图表 4: 金属价格变化.....	5
图表 5: 金属库存变化.....	6
图表 6: 铜价走势.....	6
图表 7: 全球铜库存 (LME+COMEX+国内社库+保税区) (万吨).....	6
图表 8: 国内铜库存 (社库+保税区) (万吨).....	7
图表 9: 国内铜社会库存周度变化 (万吨) (农历).....	7
图表 10: 铜 TC&硫酸价格.....	7
图表 11: 铜期限结构 (美元/吨).....	7
图表 12: 铝价走势.....	7
图表 13: 吨铝利润 (元/吨).....	7
图表 14: 全球铝库存 (LME+国内铝锭+铝棒) (万吨).....	8
图表 15: 国内铝库存 (铝锭+铝棒) (万吨).....	8



图表 16: 国内铝锭社会库存周度变化 (万吨) (农历)	8
图表 17: 铝期限结构 (美元/吨)	8
图表 18: 锌价走势	8
图表 19: 全球锌库存 (LME+国内社库) (万吨)	8
图表 20: 国内锌锭社会库存 (万吨)	9
图表 21: 国内锌锭社会库存周度变化 (万吨) (农历)	9
图表 22: 锌精矿 TC	9
图表 23: 锌期限结构 (美元/吨)	9
图表 24: 铅价格走势	9
图表 25: 全球铅库存 (LME+国内社库) (万吨)	9
图表 26: 国内铅锭社会库存 (万吨)	10
图表 27: LME 铅锭库存 (吨)	10
图表 28: 铅加工费 (元/吨)	10
图表 29: 铅期限结构 (美元/吨)	10
图表 30: 锡价格走势	10
图表 31: 全球锡库存 (LME+国内社库) (吨)	10
图表 32: 国内锡锭社会库存 (吨)	11
图表 33: 国内锡锭社会库存周度变化 (万吨) (农历)	11
图表 34: 金价&实际利率	11
图表 35: 黄金库存	11
图表 36: 金银比	11
图表 37: 黄金 ETF 持仓	11
图表 38: 钢价及铁矿石走势 (元/吨)	12
图表 39: 吨钢成本滞后一月毛利 (元/吨)	12



一、行情综述&投资建议

1.1 本周观点&建议关注标的

铜：本周 LME 铜价-1.24%至 8944 美元/吨，沪铜价-1.30%至 7.38 万元/吨。全球铜去库 2.83 万吨至 48.58 万吨，其中 LME+COMEX 去库 0.09 万吨至 35.72 万吨，国内社库+保税区去库 2.74 万吨至 12.86 吨。供应端，据世界金属统计局 (WBMS) 公布的最新报告，2024 年 10 月，全球铜精矿产量为 160.81 万吨，精炼铜产量为 233.09 万吨，供应存在缺口。2025 年铜精矿 TC 长单也显示市场对明年矿供应偏紧的预期。本周进口铜精矿零单 TC 下跌至 9.5 美元/吨。冶炼端，在冶炼厂结束检修、完成全年产量计划等因素之下，预计 12 月国内铜产量将环比回升，但后续面临矿原料供应偏紧及废铜进口来源短期紧张的问题，铜产量预计难有大幅增长。消费端，据 SMM，本周精铜杆开工率 80.62%，环比-1.75%，主因临近月底，陆续有企业放缓节奏；本周线缆开工率 86.73%，环比-4.30%，主因下游需求出现季节性疲软，除国网订单保持相对稳定外，其他行业订单普遍走弱。综合来看，临近年末，消费或将持续走弱，铜价缺乏持续上涨动力。据经济学人智库，2025-26 年全球精炼铜消费将持续受到多种因素支持。中央经济工作会议提出扩大内需、加强超常规逆周期调节，消费预期利好铜价表现。预计 2025 年铜矿偏紧局面继续存在，2024 年隐性原料库存去化较多，因而 2025 年原料短缺难有较多缓冲。供应偏紧将对铜价有较强的支撑，新能源继续贡献全球主要消费增量，铜价具备较好的向上弹性。原料偏紧预期之下，预计利润继续向资源端倾斜，建议关注有矿端保障的企业，建议关注**洛阳钼业、金诚信、紫金矿业、西部矿业、铜陵有色、中国有色矿业**等标的。

铝：本周 LME 铝价-2.79%至 2542 美元/吨，沪铝价-1.84%至 2.00 万元/吨。全球铝去库 5.88 万吨至 138.52 万吨，其中 LME 去库 1.29 万吨至 66.22 万吨，国内铝锭+铝棒去库 4.59 万吨至 72.30 万吨。供应端，本周四川部分铝厂因成本较高而检修减产的 20.5 万吨产能已停槽，广西个别电解铝厂因技改减产 10 万吨/年。成本端，本周氧化铝价格高位运行，后续部分氧化铝企业或面临减产，电解铝产能仍有减产风险。需求端，据 SMM，本周铝下游开工率 62.4%，环比-0.8%，铝板带、铝箔及铝型材开工率均呈下降趋势，其中铝板带企业下滑幅度较大，主因需求持续下滑，叠加周内铝板带重地河南环保检查再起，多家企业下调开工率，集中进行设备检修。当前下游需求表现偏弱，成本端松动较小，加之出口订单大幅下降，本周铝价接连下探。后续地产政策落地、国内政策预期有望提振铝需求。在产能红线背景下，25 年国内电解铝有望迎来产量达峰，同比增速显著下滑，而需求端增速基于新能源车、特高压以及光伏等产业带动，预计依然维持稳健增长，国内电解铝供需缺口将在 25 年显著扩大。在国内电解铝行业纳入碳排放权交易市场后，供需缺口和成本端抬升有望共同推动铝价迎来趋势性上涨，吨铝利润有望进一步扩张。稳定利润及现金流有望带来铝板块估值抬升。建议关注全产业链布局且具备成长性的**中国铝业、天山铝业、中国宏桥、神火股份、云铝股份**等标的。

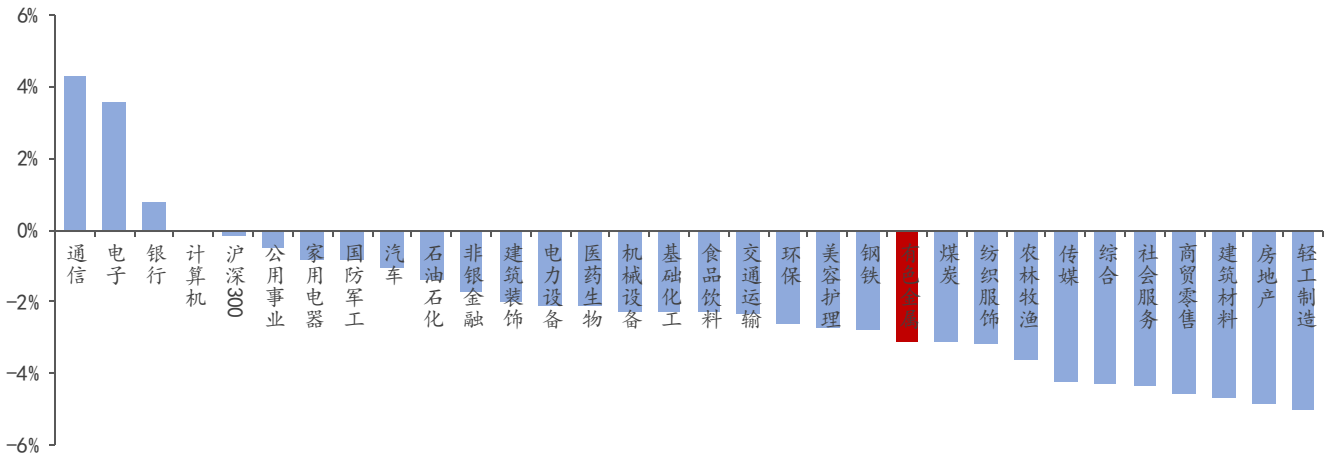
金：本周 COMEX 黄金价格-0.95%至 2640.50 美元/盎司，美债 10 年期 TIPS 上升 16 个基点至 2.23%。SPDR 黄金持仓增加 13.50 吨至 877.40 吨。本周因美国第三季度 GDP 数据超预期和美联储降息及其带来的政策放松幅度低于预期，金价有所下跌。美国 11 月 PPI 同比上涨 3%，环比上涨 0.4%，高于市场预期，随后美联储如期降息 25 个基点，鲍威尔称进一步降息的门槛可能会更高，预计 25 年政策放松幅度缩小，刺激美元指数飙升、现货黄金跌逾 2%至一个月低点。短期内黄金价格存在震荡空间；中期来看，地缘政治延续波动，后续财政赤字及通胀预期、全球央行购金等因素有望推升金价表现。基于我们此前深度报告中的两阶段六因素模型，预计 25 年金价运行中枢有望攀升至 2600-2700 美元/盎司，特朗普上台，财政赤字率存在显著放大可能性，且再通胀或接踵而至，此两项核心因素叠加基于降息交易的 SPDR 持仓回流，伦敦现货黄金有望冲击 3000 美元。沪金价格还受人民币汇率波动风险影响。建议关注**中金黄金**。

1.2 行业与个股走势

本周 (12.16-12.20) 内 A 股下跌，沪深 300 指数跌 0.14%，有色金属跌 3.09%。个股层面，鑫科材料、西部材料、鹏欣资源涨幅领先。

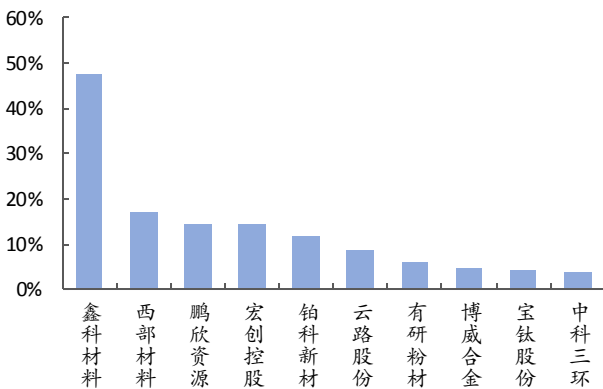


图表1: 各行业指数表现



来源: iFind, 国金证券研究所

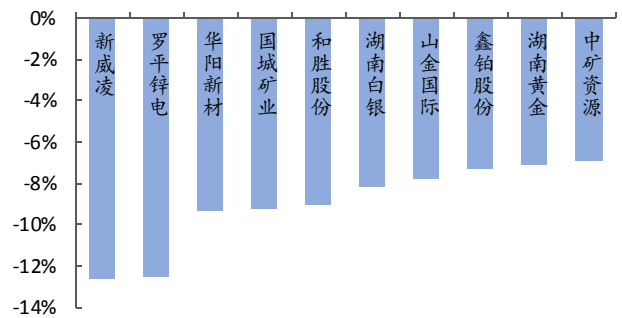
图表2: 本周涨幅前十股票



来源: iFind, 国金证券研究所

注: 剔除 ST/*ST 个股。

图表3: 本周跌幅前十股票



来源: iFind, 国金证券研究所

注: 剔除 ST/*ST 个股。

1.3 金属价格&库存变化一览

图表4: 金属价格变化

品种	交易所	单位	2024/12/20	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
铜	LME	美元/吨	8,944	-1.24%	-1.52%	-5.71%	4.36%
	SHFE	元/吨	73,820	-1.30%	-0.98%	-2.66%	6.48%
铝	LME	美元/吨	2,542	-2.79%	-3.35%	2.25%	9.38%
	SHFE	元/吨	19,975	-1.84%	-3.97%	-0.47%	3.85%
锌	LME	美元/吨	2,973	-3.79%	-0.13%	3.68%	14.22%
	SHFE	元/吨	25,155	-2.69%	-0.20%	4.08%	17.33%
铅	LME	美元/吨	1,981	-1.61%	-1.59%	-2.99%	-4.35%
	SHFE	元/吨	17,360	-0.12%	2.39%	4.61%	10.26%
锡	LME	美元/吨	28,660	-1.26%	-1.04%	-10.86%	15.68%
	SHFE	元/吨	242,620	-2.52%	-0.44%	-7.35%	16.21%

来源: iFind, 国金证券研究所



图表5: 金属库存变化

品种	交易所	单位	2024/12/20	库存变化			
				7天	30天	90天	360天
铜	LME	万吨	27.23	-0.05	0.05	-2.94	10.57
	COMEX	万吨	8.49	-0.04	0.43	3.59	6.80
	SHFE	万吨	9.87	-2.36	-6.05	-6.71	4.83
铝	LME	万吨	66.22	-1.29	-4.93	-14.34	15.35
	国内社会库存	万吨	52.80	-2.90	-3.50	-20.70	8.50
锌	LME	万吨	25.41	-1.44	-1.42	-0.39	2.49
	国内社会库存	万吨	8.22	-0.92	-4.57	-3.34	0.86
铅	LME	万吨	25.25	-0.83	-2.36	4.85	12.45
	SHFE	万吨	5.20	-0.02	-2.13	-0.90	-0.74
锡	LME	万吨	0.48	0.01	-0.01	-0.01	-0.30
	SHFE	万吨	0.68	-0.02	-0.21	-0.26	0.14

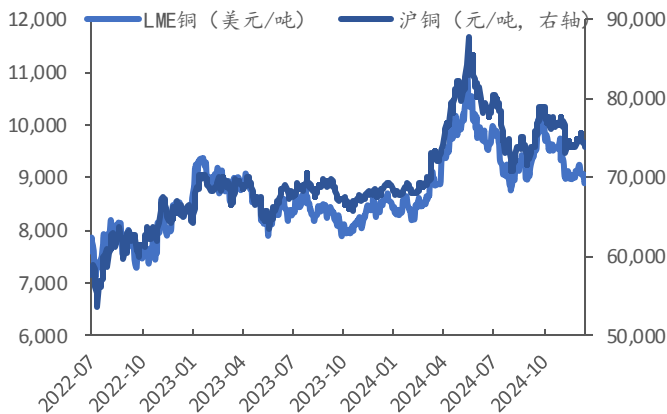
来源: iFinD, 国金证券研究所

二、各品种基本面

2.1 铜

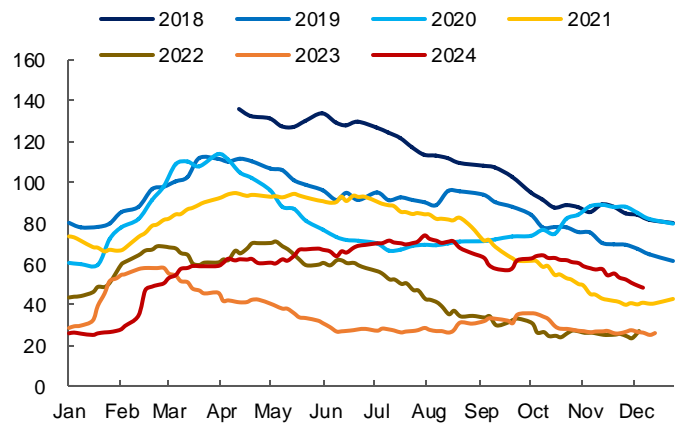
本周 LME 铜价-1.24%至 8944 美元/吨, 沪铜价-1.30%至 7.38 万元/吨。全球铜去库 2.83 万吨至 48.58 万吨。铜 TC 下降 1.18 美元/吨至 8.04 美元/吨。LME 期货 0-3 贴水增加 3.82 美元/吨至-108.15 美元/吨, LME 期货 3-15 贴水增加 3.60 美元/吨至-269.60 美元/吨。

图表6: 铜价走势



来源: iFinD, 国金证券研究所

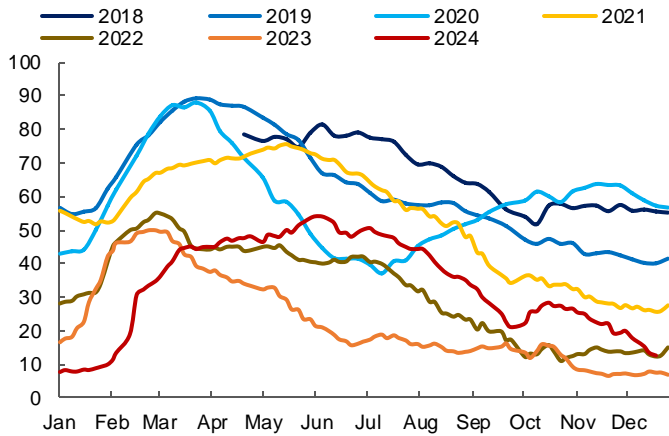
图表7: 全球铜库存 (LME+COMEX+国内社库+保税区) (万吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

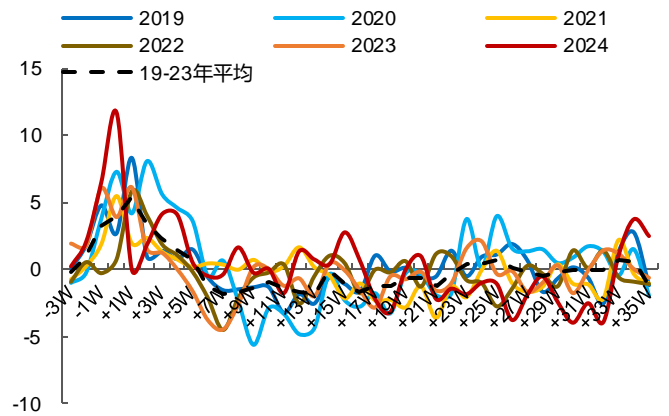


图表8: 国内铜库存(社库+保税区)(万吨)



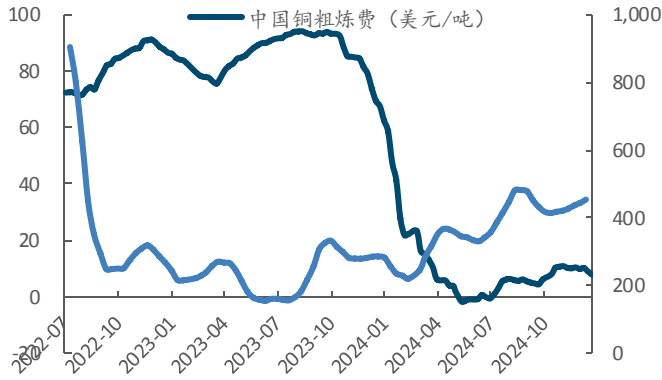
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表9: 国内铜社会库存周度变化(万吨)(农历)



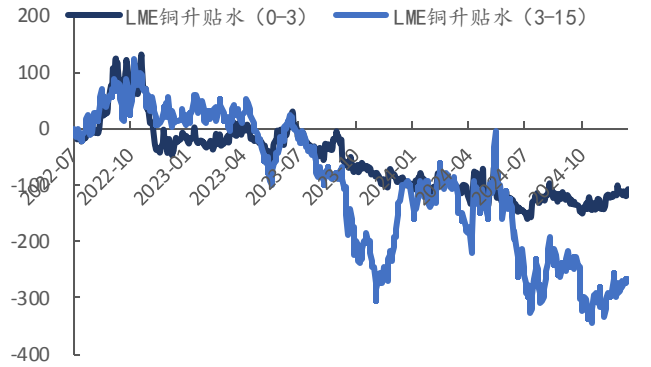
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表10: 铜TC&硫酸价格



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表11: 铜期限结构(美元/吨)

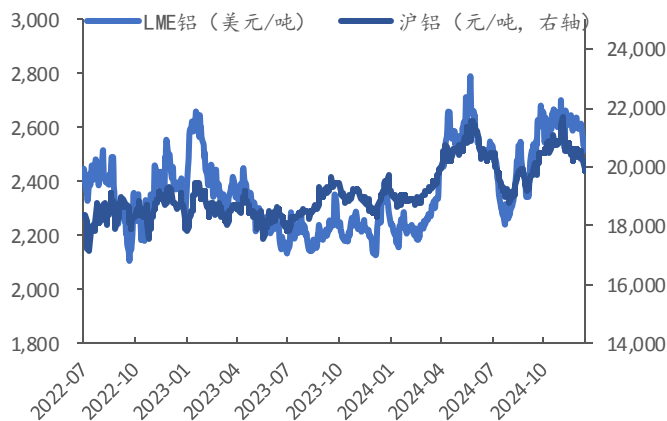


来源: iFinD, 国金证券研究所

2.2 铝

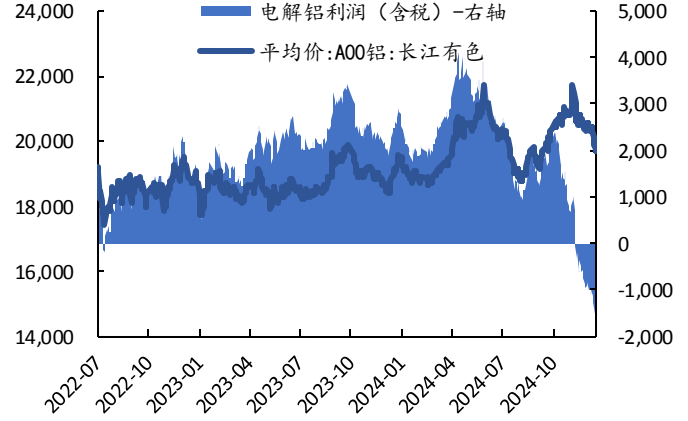
本周 LME 铝价-2.79%至 2542 美元/吨, 沪铝价-1.84%至 2.00 万元/吨。全球铝去库 5.88 万吨至 138.52 万吨。LME 期货 0-3 贴水减少 0.61 美元/吨至-39.83 美元/吨, LME 期货 3-15 贴水减少 4.89 美元/吨至贴水-33.52 美元/吨。

图表12: 铝价走势



来源: iFinD, 国金证券研究所

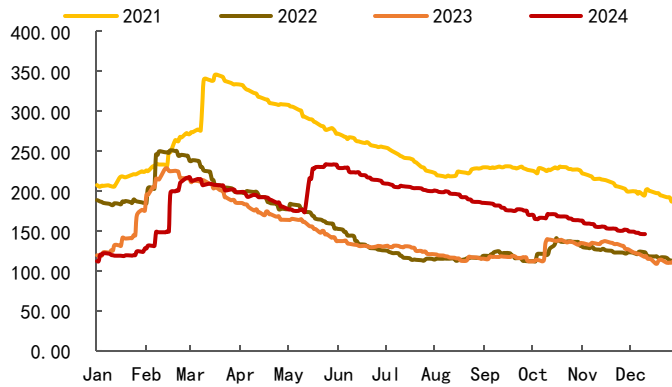
图表13: 吨铝利润(元/吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

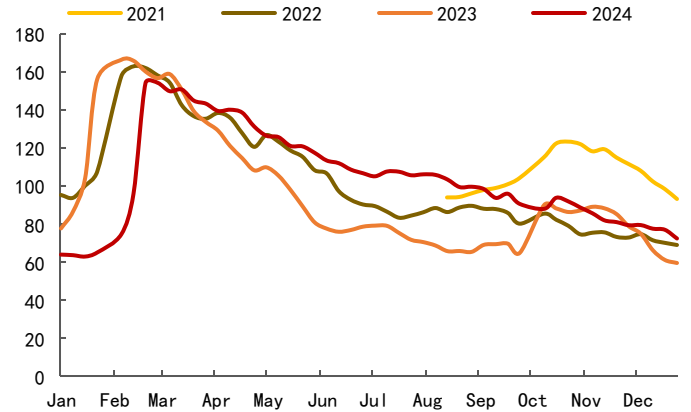


图表14: 全球铝库存 (LME+国内铝锭+铝棒) (万吨)



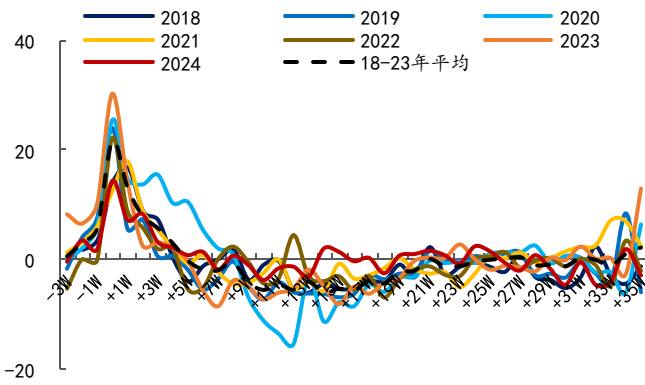
来源: iFind, 国金证券研究所

图表15: 国内铝库存 (铝锭+铝棒) (万吨)



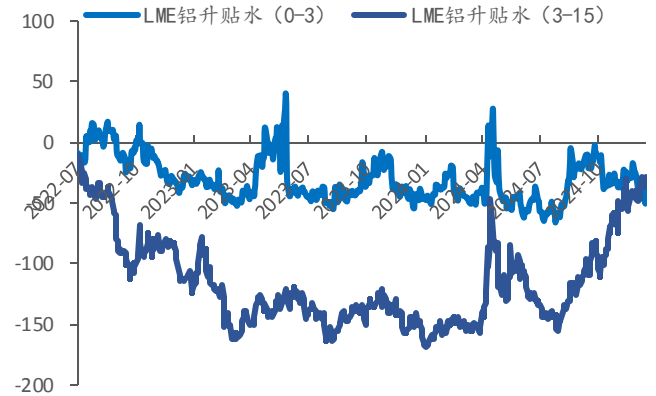
来源: iFind, 国金证券研究所

图表16: 国内铝锭社会库存周度变化 (万吨) (农历)



来源: iFind, 国金证券研究所

图表17: 铝期限结构 (美元/吨)

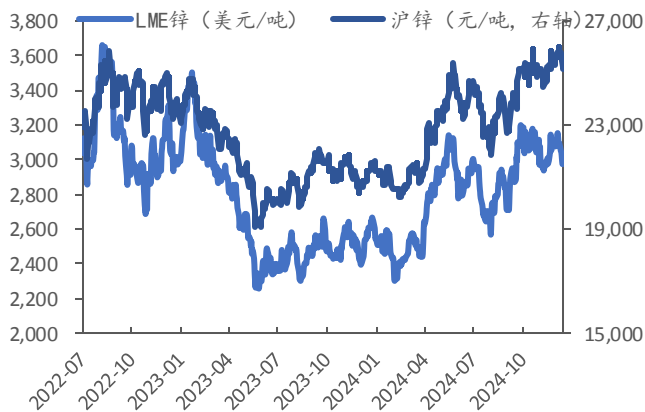


来源: iFind, 国金证券研究所

2.3 锌

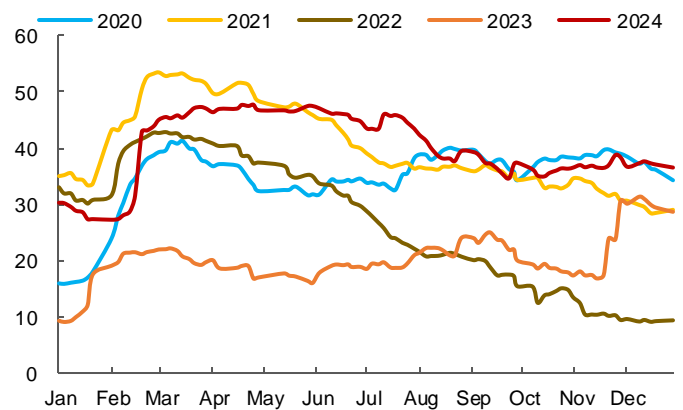
本周 LME 锌-3.79%至 2972.5 美元/吨, 沪锌价格-2.69%至 2.52 万元/吨。LME+国内锌社会库存去库 2.36 万吨至 33.63 万吨。锌精矿进口 TC 价格为-45 美元/干吨, 锌精矿国产 TC 涨至 1610 元/金属吨。LME 期货 0-3 贴水增加 3.08 美元/吨-21.78 美元/吨, LME 期货 3-15 升水减少 22.24 美元/吨至贴水-4.47 美元/吨。

图表18: 锌价走势



来源: iFind, 国金证券研究所

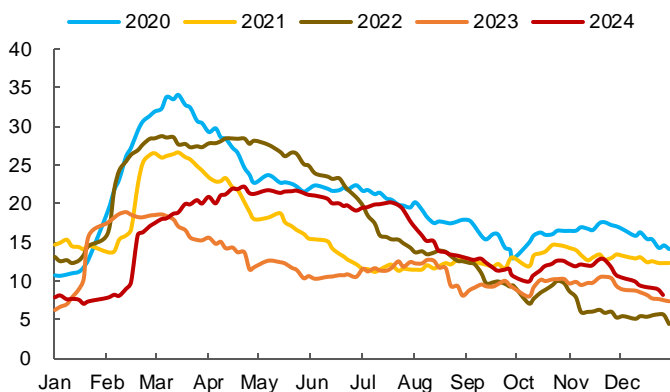
图表19: 全球锌库存 (LME+国内社库) (万吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

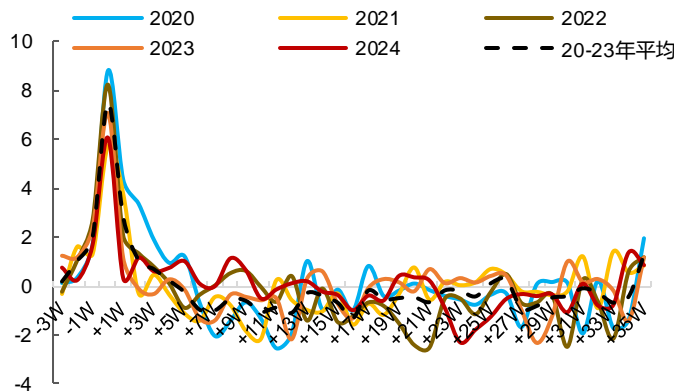


图表20: 国内锌锭社会库存(万吨)



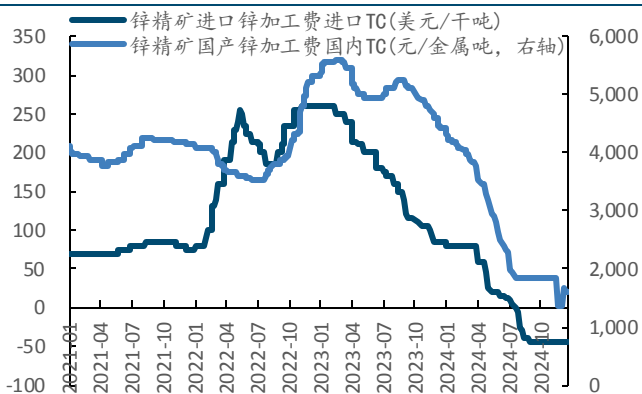
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表21: 国内锌锭社会库存周度变化(万吨)(农历)



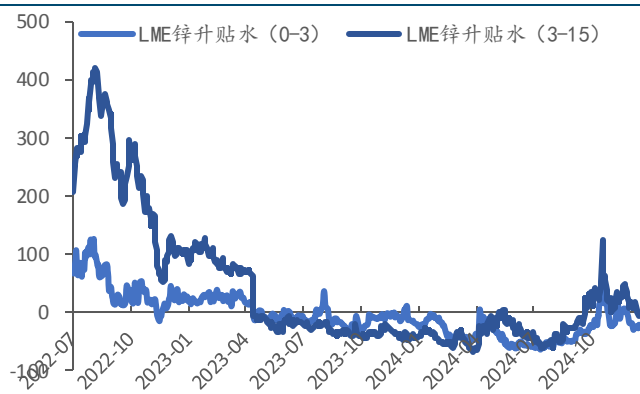
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表22: 锌精矿 TC



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表23: 锌期限结构(美元/吨)

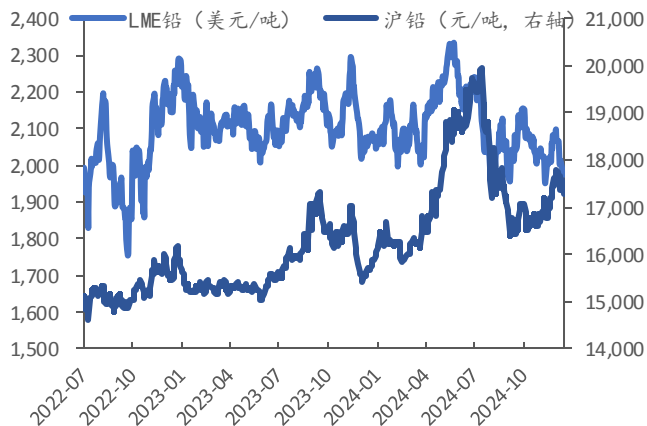


来源: iFinD, 国金证券研究所

2.4 铅

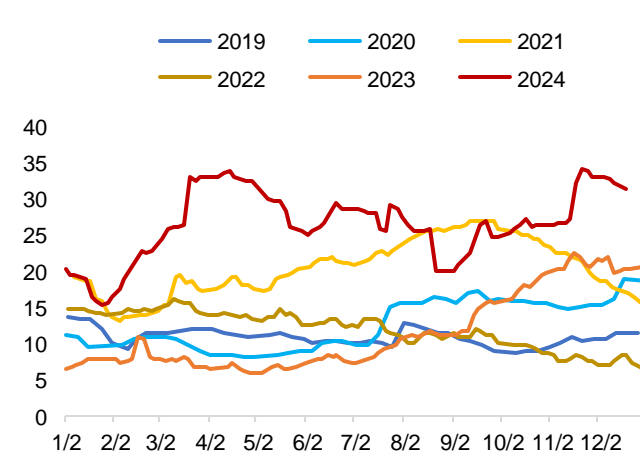
本周 LME 铅价格-1.61%至 1981 美元/吨, 沪铅价格-0.12%至 1.74 万元/吨。LME+沪铅库存去库 0.85 万吨至 30.45 万吨。湖南铅精矿加工费维持 650 元/吨, 云南维持 600 元/吨, 河南维持 700 元/吨。LME 铅期货 0-3 贴水增加 4.22 美元/吨至-26.01 元/吨, LME 铅期货 3-15 贴水减少 1.37 美元/吨至-77.49 美元/吨。

图表24: 铅价格走势



来源: iFinD, 国金证券研究所

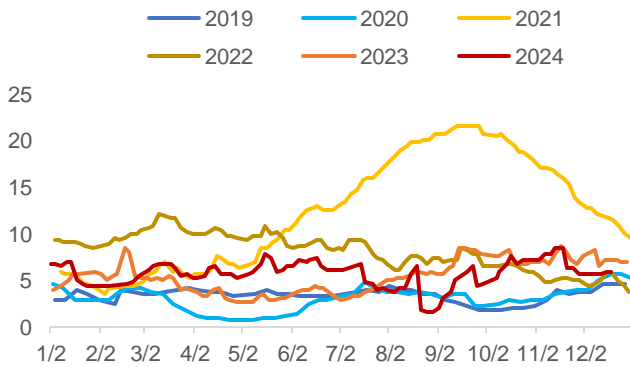
图表25: 全球铅库存(LME+国内社库)(万吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

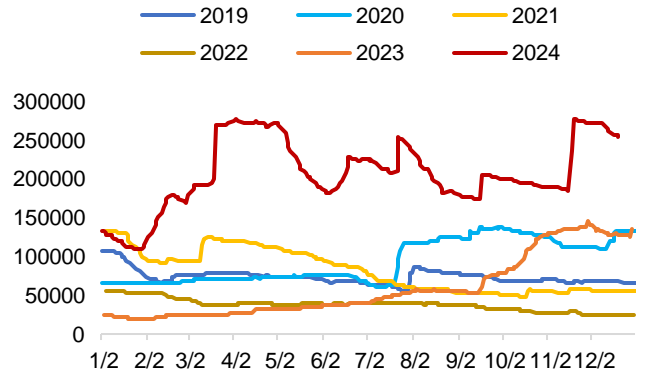


图表26: 国内铅锭社会库存 (万吨)



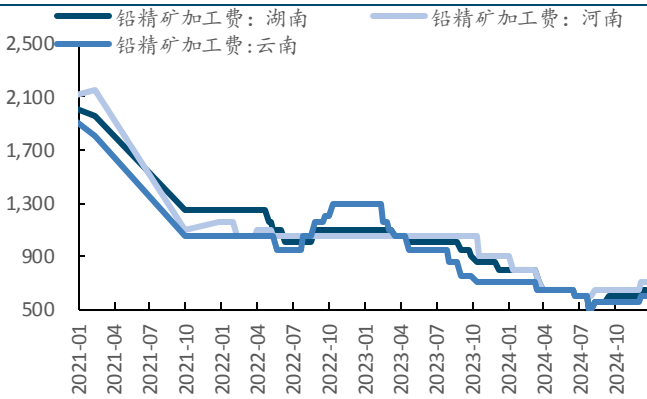
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表27: LME 铅锭库存 (吨)



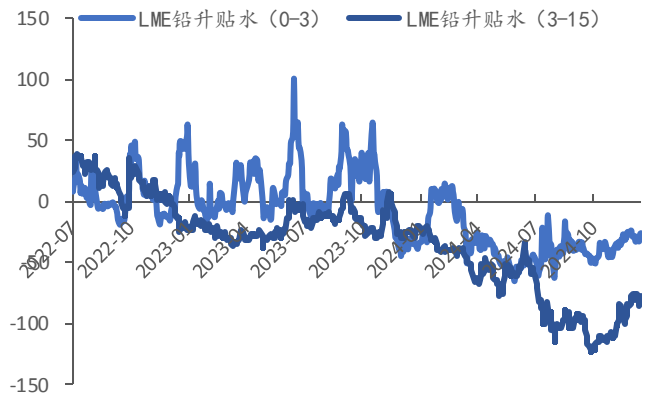
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表28: 铅加工费 (元/吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表29: 铅期限结构 (美元/吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

2.5 锡

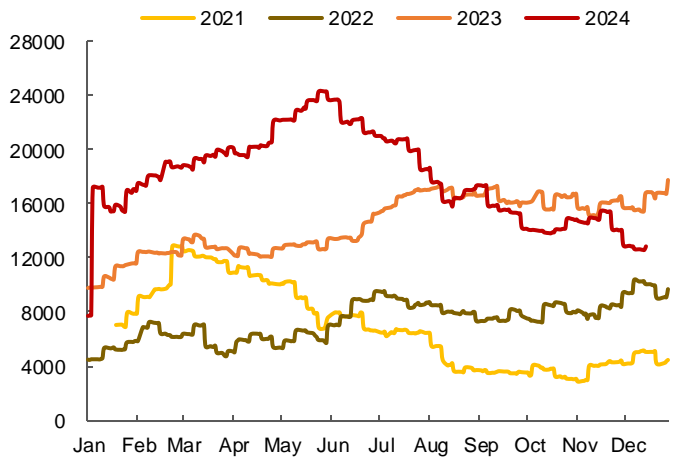
本周 LME 锡价格-1.26%至 28660 美元/吨, 沪锡价格-2.52%至 24.26 万元/吨。LME+沪锡库存减少 0.01 万吨至 1.16 万吨。

图表30: 锡价格走势



来源: iFinD, 国金证券研究所

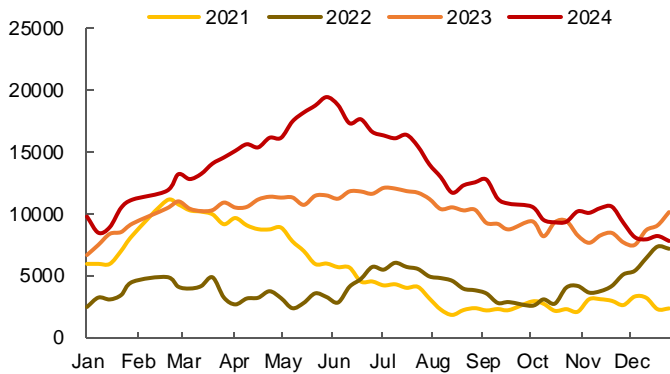
图表31: 全球锡库存 (LME+国内社库) (吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

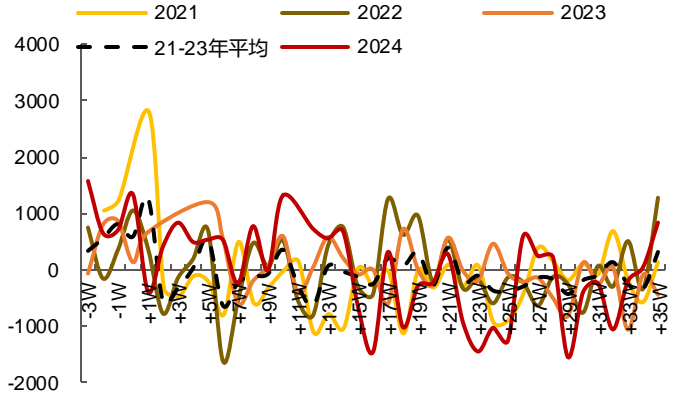


图表32: 国内锡锭社会库存(吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表33: 国内锡锭社会库存周度变化(万吨)(农历)

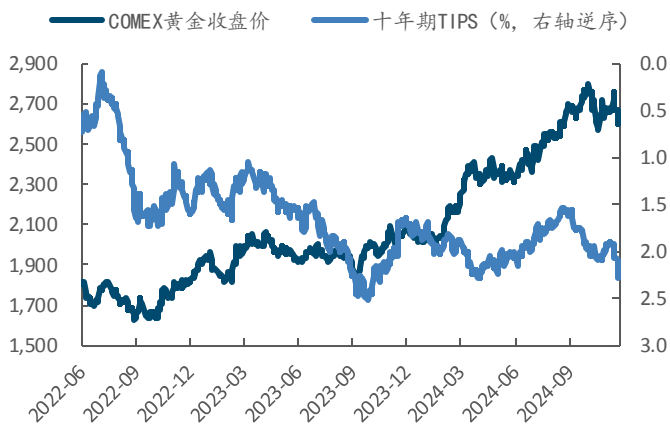


来源: iFinD, 国金证券研究所

2.6 贵金属

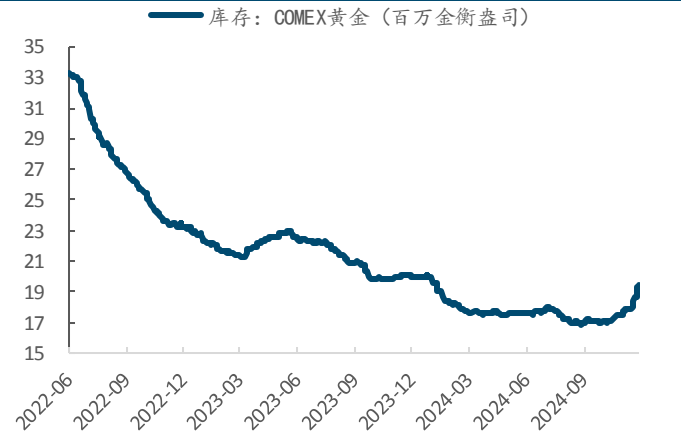
本周 COMEX 黄金价格-0.95%至 2640.5 美元/盎司, 美债 10 年期 TIPS 上升 16 个基点至 2.23%。COMEX 黄金库存增加 81 万金衡盎司到 1945 万金衡盎司; 金银比上升至 87.80; 黄金 ETF 持仓增加 12.79 吨至 1269.97 吨。

图表34: 金价&实际利率



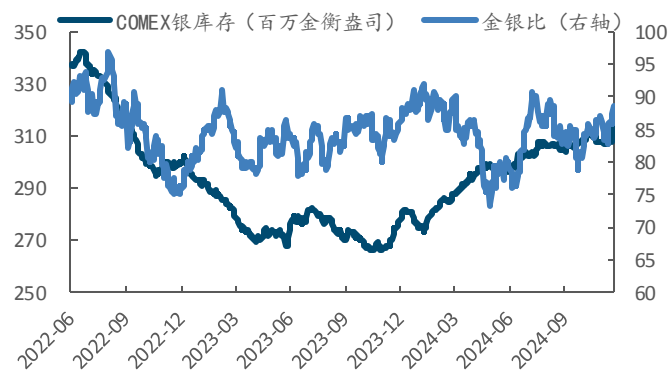
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表35: 黄金库存



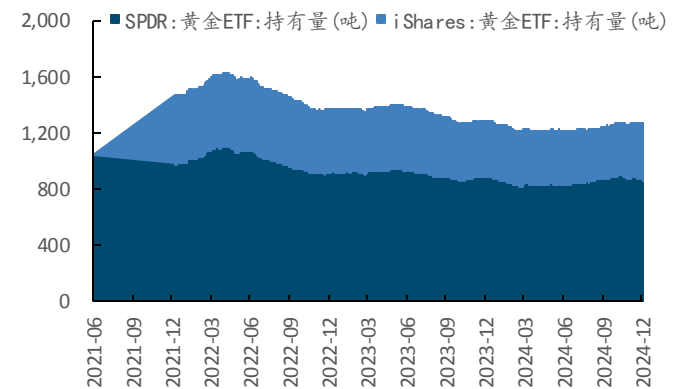
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表36: 金银比



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表37: 黄金ETF持仓



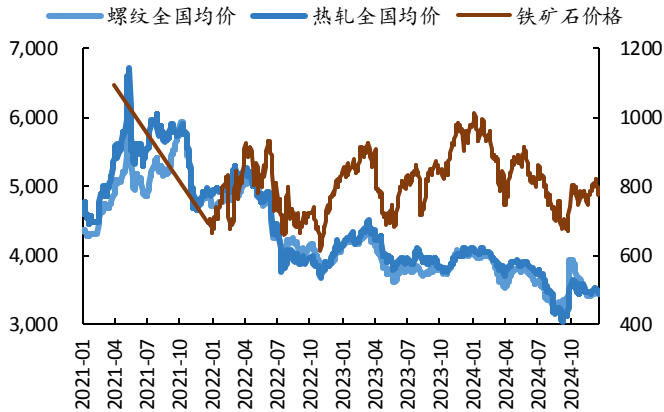
来源: iFinD, 国金证券研究所



2.7 钢铁

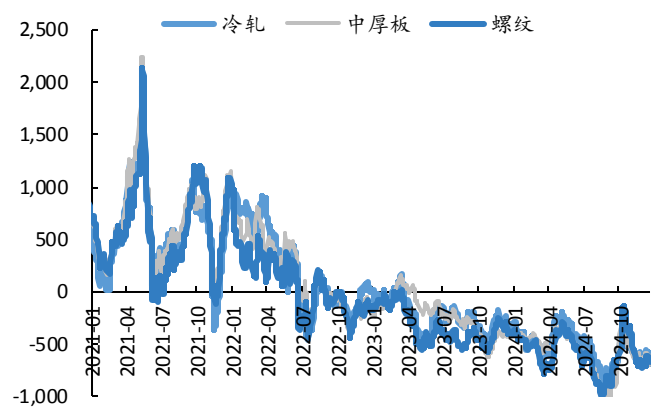
本周螺纹钢价格-1.60%至 3437 元/吨，热轧价格-2.11%至 3432 元/吨。冷轧/中厚板/螺纹钢成本滞后一个月毛利分别为-604/ -690/ -717 元/吨。

图表38: 钢价及铁矿石走势 (元/吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

图表39: 吨钢成本滞后一月毛利 (元/吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

三、公司重要公告

兴业银锡: 2024 年 12 月 20 日, 公司拟以自有资金及自筹资金人民币 23.88 亿元收购国城矿业、李振水、李纳洋持有的宇邦矿业 85% 股权。本次交易构成关联交易, 完成后, 公司将成为宇邦矿业的控股股东。

金徽矿业: 2024 年 12 月 20 日, 公司拟以现金 27,000 万元收购关联方亚特投资持有的甘肃豪森矿业有限公司 49% 的股权。同时, 公司向豪森矿业提供借款 20,946.90 万元, 在豪森矿业探矿权转化为采矿权之日起, 公司可将相关债权作为实物出资进行增资, 增资完成后公司将合计持有豪森矿业 55% 的股权。联合中和评估公司对豪森矿业于评估基准日 2024 年 10 月 31 日的股东全部权益的市场价值进行评估, 评估结论为 55,614.12 万元。

永茂泰: 2024 年 12 月 19 日, 公司子公司收到与收益相关的政府补助 2,531.16 万元, 占公司 2023 年度归属于上市公司股东净利润 (3,091.10 万元) 的 81.89%。

宜安科技: 2024 年 12 月 17 日, 公司与东莞市自然资源局签署《国有建设用地使用权出让合同变更协议》, 同意液态金属项目的竣工日期调整为 2027 年 1 月 8 日之前。截至本公告披露之日, 液态金属项目工程建设正在有条不紊的推进中。

中孚实业: 2024 年 12 月 16 日, 公司控股二级子公司豫联煤业旗下广贤工贸新丰煤矿收到登封市煤炭兼并重组工作领导小组办公室出具的同意复产通知, 复产后预计为公司增加 60 万吨/年的煤炭开采产能, 利于进一步降低公司火力发电业务煤炭采购成本。

四、风险提示

项目建设进度不及预期。部分企业有扩产或新收购项目, 若项目进度不及预期, 将对企业盈利能力产生负面影响。

需求不及预期。工业金属下游需求取决于全球宏观经济情况, 若经济及需求不及预期, 将对企业盈利产生负面影响。

金属价格波动。在成本变化、供需错配的影响下近年来金属价格波动幅度加大, 企业盈利能力具有一定不确定性。



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，而不应当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**