



# 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：推荐关注估值相对低位的黄金股

### 行情综述&投资建议

本周(2024.12.30-2025.1.3)A股全面下跌，沪深300指数跌5.17%，有色金属跌3.01%。神火股份、山金国际、云铝股份涨幅领先。

**铜：**本周LME铜价-0.98%至8894美元/吨，沪铜价-1.58%至7.29万元/吨。全球铜累库0.27万吨至48.95万吨，其中LME+COMEX去库0.32万吨至35.63万吨，国内社库+保税区累库0.59万吨至13.32万吨。供应端，据文华财经，智利11月铜产量为48.85万吨，同比增加9.8%，但仍受矿石品位下降和新项目审批程序复杂的挑战。再生铜原料市场仍陷供应短缺困境，虽2024年1-11月，再生铜原料进口量累计同比增加13.76%，但SMM预计2025年其将呈现下滑趋势。中色国际与江西铜业确定2025年CIF进口粗铜RC基准为95美元/吨，较2024年减少21美元/吨。冶炼端，基本加工精炼费创历史新高，废铜市场趋紧，精炼铜增长有限。CSPT小组敲定2025年一季度现货铜精矿采购指导加工费为25美元/吨，环比-10美元/吨。消费端，据SMM，本周精铜杆开工率超预期下滑至66.43%，环比下滑8.49个百分点，主因多数企业年末资金回笼，下游企业下单及提货节奏放缓；本周铜线缆开工率77.9%，环比下降4.42个百分点，主因年末市场采购积极性走弱以及铜价大幅下跌，2025年订单无明显释放。预计25年全球铜矿增速较24年有所增长，但在冶炼端投产预期下依然偏紧，而冷料端的限制或将对冶炼端投放形成掣肘。预计北美加征关税对铜需求影响更多体现在终端间接出口领域，因此特朗普上台后宣布和执行加征关税时点或为铜矿股加仓的重要时点。

**铝：**本周LME铝-2.46%至2494美元/吨，沪铝价+0.23%至1.98万元/吨。全球铝去库1.29万吨至134.17万吨，其中LME去库2.25万吨至63.02万吨，国内铝锭+铝棒去库0.96万吨至71.15万吨。供应端，矿端供给受限，几内亚某大型铝土矿矿山近日受政局变动影响，部分陆运发运受限；电解铝方面，据SMM，2024年12月国内电解铝产量同比增长4.13%，2024年国内电解铝厂产量累计同比增长3.89%。成本端，周内有所上升，截止本周四，国内电解铝即时完全平均成本约21,490元/吨，较上周四上涨65元/吨，预计后期将有所下降。需求端，据SMM，本周铝下游开工率60.4%，较上周跌0.8个百分点。随淡季深入，下游将逐渐进入春节假期节奏，当前铝加工行业开工率节节下滑，部分铝加工厂临近放假，预计后续需求或将再度走弱。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。预计北美加征关税对铝需求较为有限，即便在加征关税的情况下，25年国内供需依然存在缺口，而一旦加税不及预期或国内政策执行力度超预期，吨铝利润有望进一步扩大。稳定利润及现金流有望带来铝板块估值抬升。建议关注中国铝业、天山铝业、云铝股份、神火股份等标的。

**金：**本周COMEX黄金价格+0.61%至2652.7美元/盎司，美债10年期TIPS下降2个基点至2.26%。SPDR黄金持仓减少1.44吨至871.08吨。本周金价有所上涨主因：(1)芝加哥12月PMI披露为36.9，大幅不及预期的43，美债收益率大跌；(2)地缘政治风险加剧，拜登要求国防部继续向乌克兰增援武器，以色列与哈马斯的停火谈判最近几天陷入僵局，俄罗斯停止通过乌克兰向欧洲供应天然气；(3)OPEC+推迟增产计划，油价大幅上涨，叠加特朗普政府即将就任，市场通胀预期再次提高。周五晚间公布的美国12月ISM制造业PMI录得49.3，超市场预期和前值，金价略有回调。在此前我们的两阶段6因素模型里，若仅在实际利率框架中，考虑到25年降息及市场中性利率水平，预计金价运行中枢为2600-2700美元/盎司，特朗普政府上任后美国通胀和通胀预期将有所抬升，压降短端实际利率水平，有望提振金价，而下半年随着相关财政政策的执行，预计赤字率或有超预期抬升，基于信用分析框架，金价有望冲击3000美元大关。目前黄金股估值普遍回到历史相对低位，而金价高位运行，预计黄金股相对收益将较为明显。建议关注山东黄金、中金黄金、山金国际、湖南黄金等标的。

### 风险提示

美国关税超预期；全球供给超预期；新能源领域需求不及预期。



## 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-0.98%至 8894 美元/吨，沪铜价-1.58%至 7.29 万元/吨。全球铜累库 0.27 万吨至 48.95 万吨，其中 LME+COMEX 去库 0.32 万吨至 35.63 万吨，国内社库+保税区累库 0.59 万吨至 13.32 吨。供应端，据文华财经，智利 11 月铜产量为 48.85 万吨，同比增加 9.8%，但仍受矿石品位下降和新项目审批程序复杂的挑战。再生铜原料市场仍陷供应短缺困境，虽 2024 年 1-11 月，再生铜原料进口量累计同比增加 13.76%，但 SMM 预计 2025 年其将呈现下滑趋势。中色国际与江西铜业确定 2025 年 CIF 进口粗铜 RC 基准为 95 美元/吨，较 2024 年减少 21 美元/吨。冶炼端，基本加工精炼费创历史新低，废铜市场趋紧，精炼铜增长有限。CSPT 小组敲定 2025 年一季度现货铜精矿采购指导加工费为 25 美元/吨，环比-10 美元/吨。消费端，据 SMM，本周精铜杆开工率超预期下滑至 66.43%，环比下滑 8.49 个百分点，主因多数企业年末资金回笼，下游企业下单及提货节奏放缓；本周铜线缆开工率 77.9%，环比下降 4.42 个百分点，主因年末市场采购积极性走弱以及铜价大幅下跌，2025 年订单无明显释放。预计 25 年全球铜矿增速较 24 年有所增长，但在冶炼端投产预期下依然偏紧，而冷料端的限制或将对冶炼端投放形成掣肘。预计北美加征关税对铜需求影响更多体现在终端间接出口领域，因此特朗普上台后宣布和执行加征关税时点或为铜矿股加仓的重要时点。

**铝：**本周 LME 铝-2.46%至 2494 美元/吨，沪铝价+0.23%至 1.98 万元/吨。全球铝去库 1.29 万吨至 134.17 万吨，其中 LME 去库 2.25 万吨至 63.02 万吨，国内铝锭+铝棒去库 0.96 万吨至 71.15 万吨。供应端，矿端供给受限，几内亚某大型铝土矿矿山近日受政局变动影响，部分陆运发运受限；电解铝方面，据 SMM，2024 年 12 月国内电解铝产量同比增长 4.13%，2024 年国内电解铝厂产量累计同比增长 3.89%。成本端，周内有所上升，截止本周四，国内电解铝即时完全平均成本约 21,490 元/吨，较上周四上涨 65 元/吨，预计后期将有所下降。需求端，据 SMM，本周铝下游开工率 60.4%，较上周跌 0.8 个百分点。随淡季深入，下游将逐渐进入春节假期节奏，当前铝加工行业开工率节节下滑，部分铝加工厂临近放假，预计后续需求或将再度走弱。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。预计北美加征关税对铝需求较为有限，即便在加征关税的情况下，25 年国内供需依然存在缺口，而一旦加税不及预期或国内政策执行力度超预期，吨铝利润有望进一步扩大。稳定利润及现金流有望带来铝板块估值抬升。建议关注中国铝业、天山铝业、云铝股份、神火股份等标的。

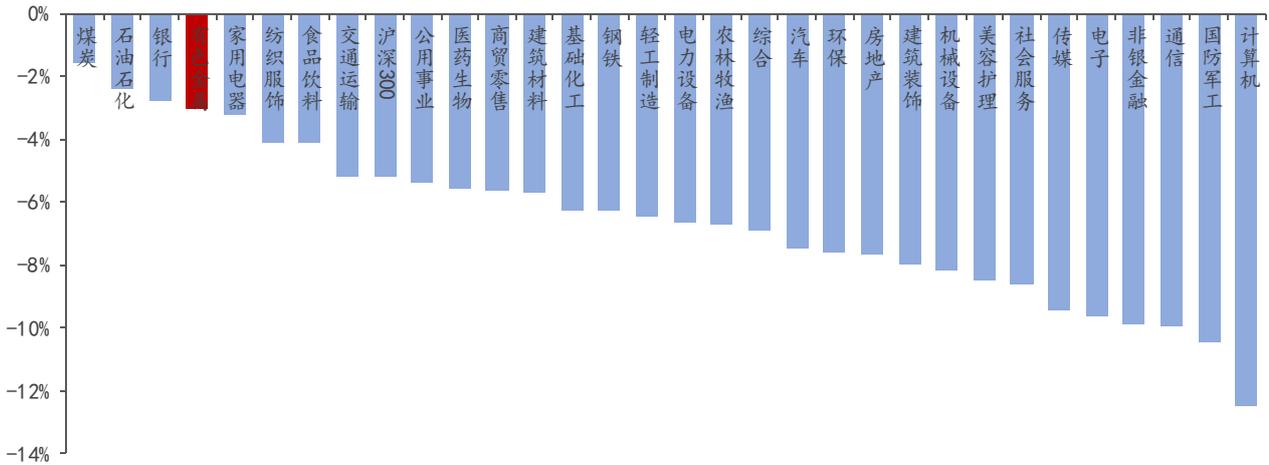
**金：**本周 COMEX 黄金价格+0.61%至 2652.7 美元/盎司，美债 10 年期 TIPS 下降 2 个基点至 2.26%。SPDR 黄金持仓减少 1.44 吨至 871.08 吨。本周金价有所上涨主因：（1）芝加哥 12 月 PMI 披露为 36.9，大幅不及预期的 43，美债收益率大跌；（2）地缘政治风险加剧，拜登要求国防部继续向乌克兰增援武器，以色列与哈马斯的停火谈判最近几天陷入僵局，俄罗斯停止通过乌克兰向欧洲供应天然气；（3）OPEC+推迟增产计划，油价大幅上涨，叠加特朗普政府即将就任，市场通胀预期再次提高。周五晚间公布的美国 12 月 ISM 制造业 PMI 录得 49.3，超市场预期和前值，金价略有回调。在此前我们的两阶段 6 因素模型里，若仅在实际利率框架中，考虑到 25 年降息及市场中性利率水平，预计金价运行中枢为 2600-2700 美元/盎司，特朗普政府上任后美国通胀和通胀预期将有所抬升，压低短端实际利率水平，有望提振金价，而下半年随着相关财政政策的执行，预计赤字率或有超预期抬升，基于信用分析框架，金价有望冲击 3000 美元大关。目前黄金股估值普遍回到历史相对低位，而金价高位运行，预计黄金股相对收益将较为明显。建议关注山东黄金、中金黄金、山金国际、湖南黄金等标的。

### 1.2 行业与个股走势

本周(2024.12.30-2025.1.3)A股下跌，沪深300指数跌5.17%，有色金属跌3.01%。神火股份、山金国际、云铝股份涨幅领先。

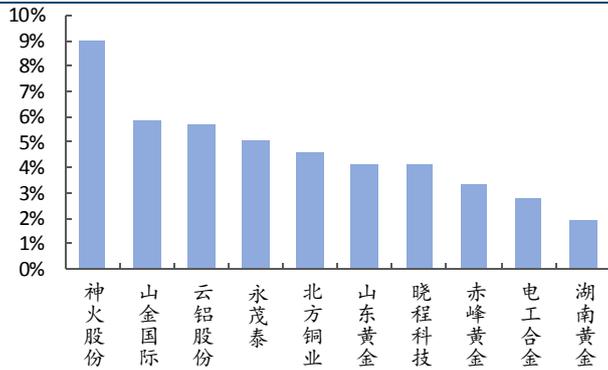


图表1: 各行业指数表现



来源: iFind, 国金证券研究所

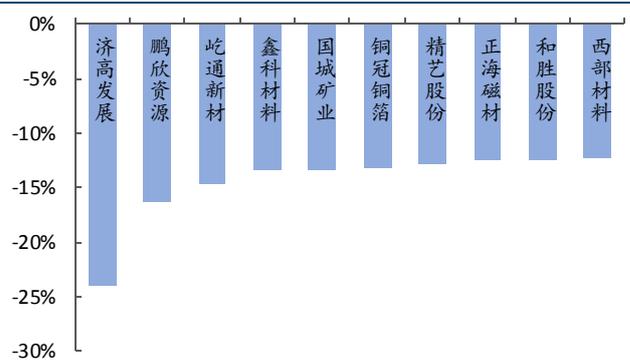
图表2: 本周涨幅前十股票



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	2025/1/3	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
铜	LME	美元/吨	8,894	-0.98%	-2.24%	-10.72%	6.78%
	SHFE	元/吨	72,920	-1.58%	-2.45%	-7.50%	6.89%
铝	LME	美元/吨	2,494	-2.46%	-5.48%	-6.42%	11.24%
	SHFE	元/吨	19,840	0.23%	-3.60%	-3.03%	4.59%
锌	LME	美元/吨	2,892	-4.88%	-6.27%	-8.86%	15.20%
	SHFE	元/吨	24,665	-2.03%	-3.14%	-1.81%	16.23%
铅	LME	美元/吨	1,921	-2.29%	-7.93%	-10.88%	-6.66%
	SHFE	元/吨	16,685	-0.98%	-5.25%	-2.17%	3.09%
锡	LME	美元/吨	29,010	0.31%	-0.31%	-14.42%	19.88%
	SHFE	元/吨	244,180	0.51%	0.22%	-7.91%	19.80%

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	2025/1/3	库存变化			
				7天	30天	90天	360天
铜	LME	万吨	26.98	-0.29	0.13	-2.75	10.93
	COMEX	万吨	8.65	-0.02	0.26	2.12	6.84
	SHFE	万吨	11.43	0.89	-2.89	-5.12	4.14
铝	LME	万吨	63.02	-2.25	-5.96	-15.01	6.50
	国内社会库存	万吨	48.70	-0.30	-5.90	-17.10	2.70
锌	LME	万吨	23.03	-1.42	-4.78	-1.38	0.86
	国内社会库存	万吨	6.45	-0.07	-3.54	-3.47	-1.47
铅	LME	万吨	23.81	-0.98	-3.34	3.95	10.77
	SHFE	万吨	4.86	-0.32	0.00	0.78	-0.43
锡	LME	万吨	0.47	-0.01	0.00	0.02	-0.30
	SHFE	万吨	0.64	-0.03	-0.09	-0.23	0.00

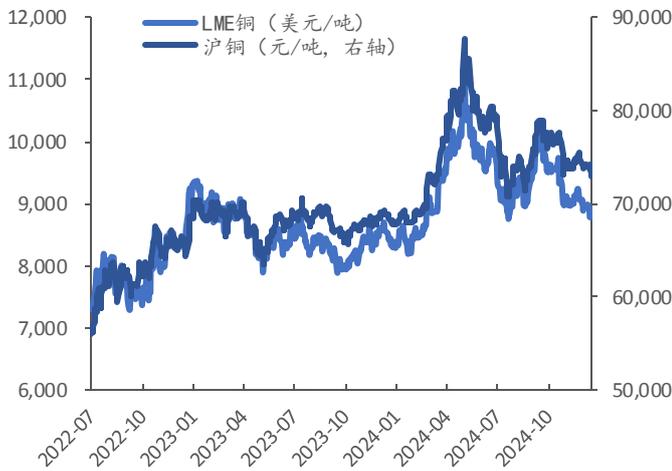
来源: iFinD, 国金证券研究所

## 二、各品种基本面

### 2.1 铜

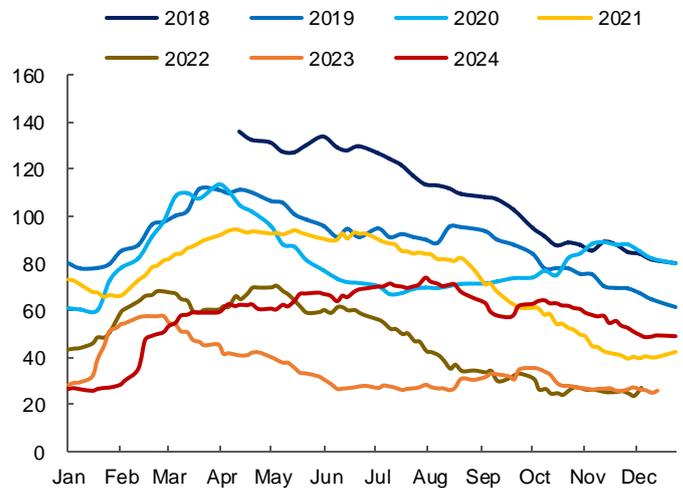
本周 LME 铜价-0.98%至 8894 美元/吨, 沪铜价-1.58%至 7.29 万元/吨。全球铜累库 0.27 万吨至 48.95 万吨。铜 TC 下降 1.06 美元/吨至 5.85 美元/吨。LME 期货 0-3 贴水增加 1.54 美元/吨至-108.54 美元/吨, LME 期货 3-15 贴水减少 11.79 美元/吨至-273.50 美元/吨。

图表6: 铜价走势



来源: iFinD, 国金证券研究所

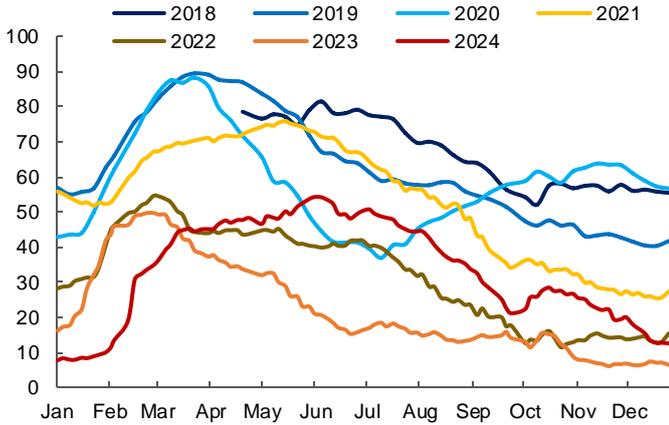
图表7: 全球铜库存 (LME+COMEX+国内社库+保税区) (万吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

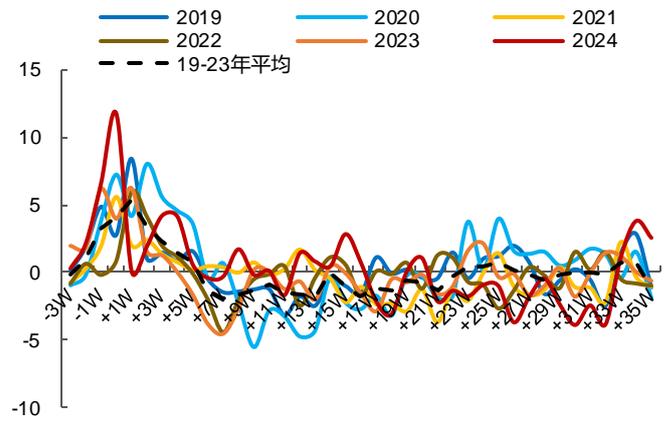


图表8: 国内铜库存(社库+保税区)(万吨)



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)



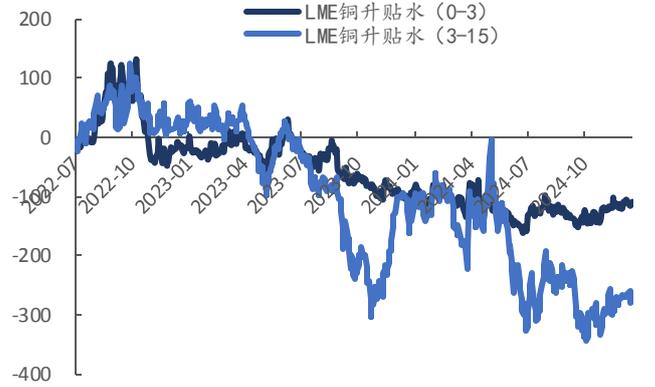
来源: iFind, 国金证券研究所

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)

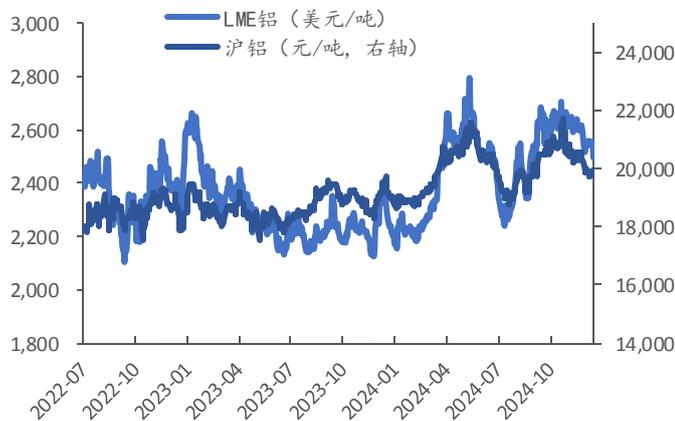


来源: iFind, 国金证券研究所

## 2.2 铝

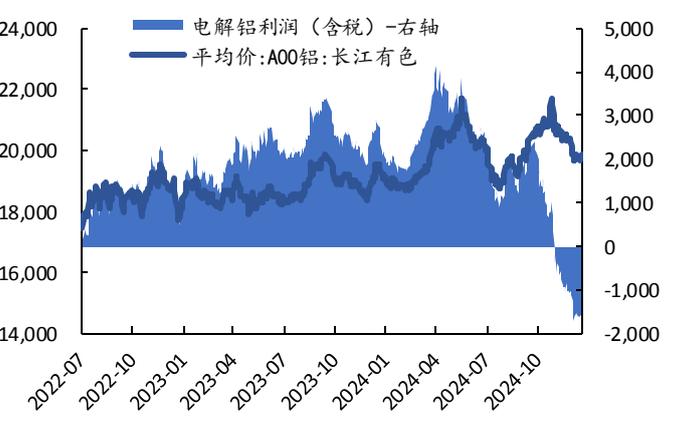
本周 LME 铝-2.46%至 2494 美元/吨, 沪铝价+0.23%至 1.98 万元/吨。全球铝去库 1.29 万吨至 134.17 万吨。LME 期货 0-3 贴水增加 0.22 美元/吨至-28.34 美元/吨, LME 期货 3-15 贴水增加 0.81 美元/吨至-33.57 美元/吨。

图表12: 铝价走势



来源: iFind, 国金证券研究所

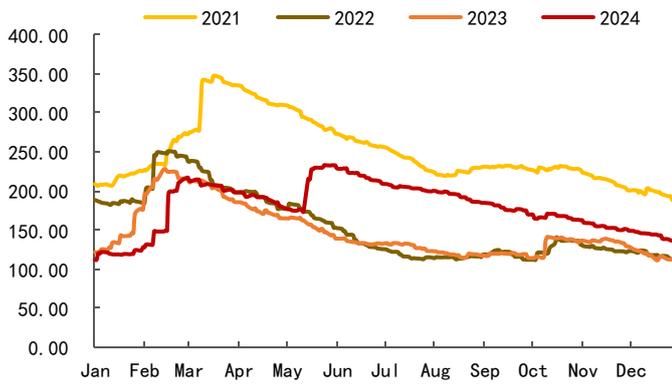
图表13: 吨铝利润(元/吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

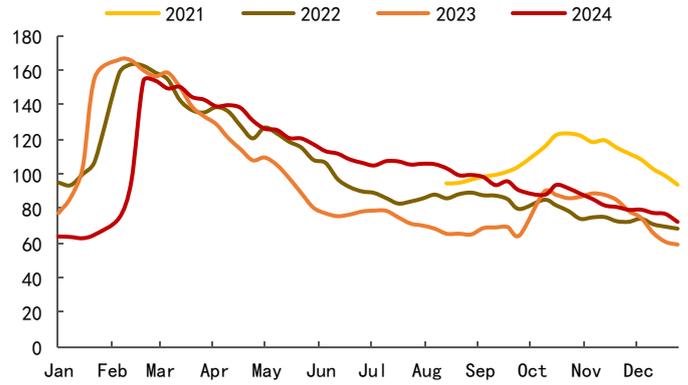


图表14: 全球铝库存 (LME+国内铝锭+铝棒) (万吨)



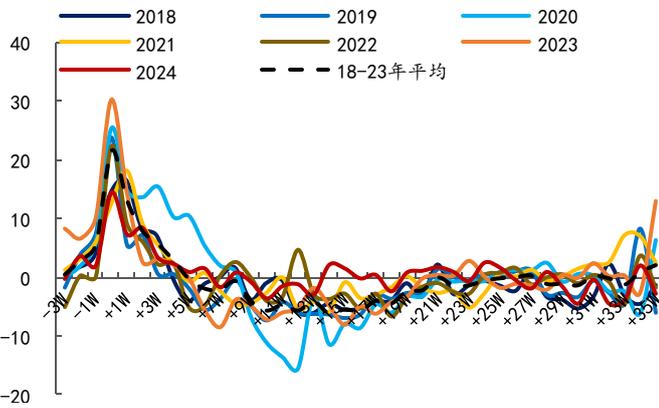
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表15: 国内铝库存 (铝锭+铝棒) (万吨)



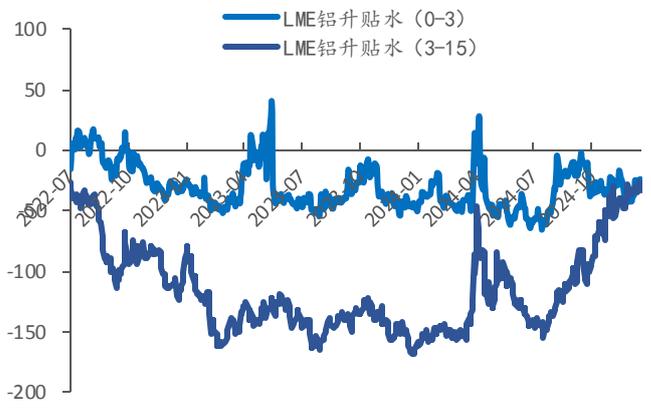
来源: iFinD, 国金证券研究所

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)

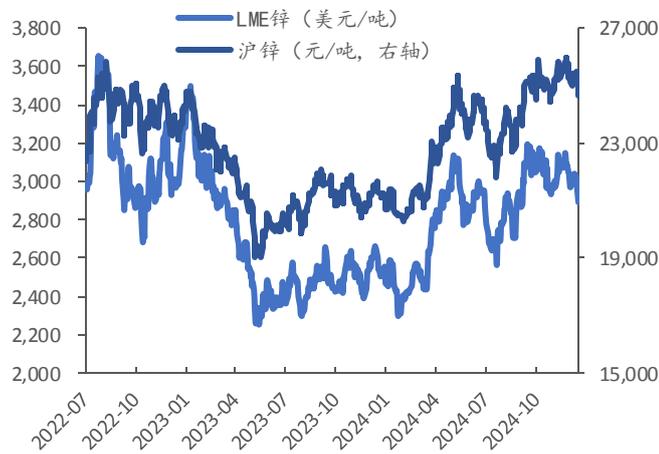


来源: iFinD, 国金证券研究所

### 2.3 锌

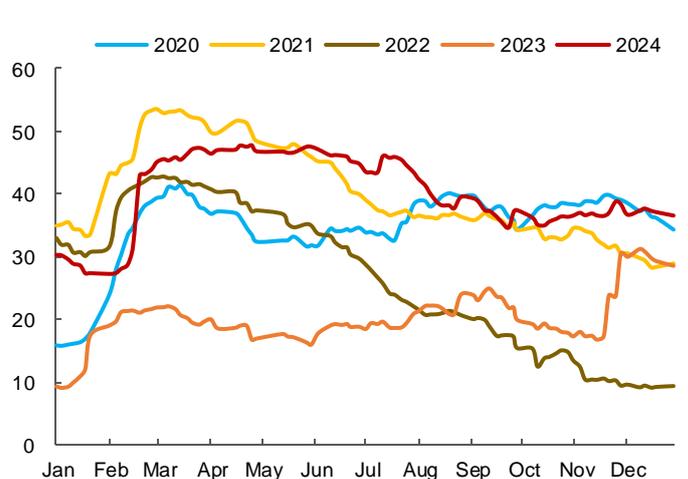
本周 LME 锌-4.88%至 2892 美元/吨, 沪锌价格-2.03%至 2.47 万元/吨。LME+国内锌社会库存去库 1.49 万吨至 29.48 万吨。锌精矿进口 TC 价格为-30 美元/干吨, 锌精矿国产 TC 价格为 1890 元/金属吨。LME 期货 0-3 贴水减少 11.31 美元/吨至-28.31 美元/吨, LME 期货 3-15 贴水减少 5.83 美元/吨至-9.27 美元/吨。

图表18: 锌价走势



来源: iFinD, 国金证券研究所

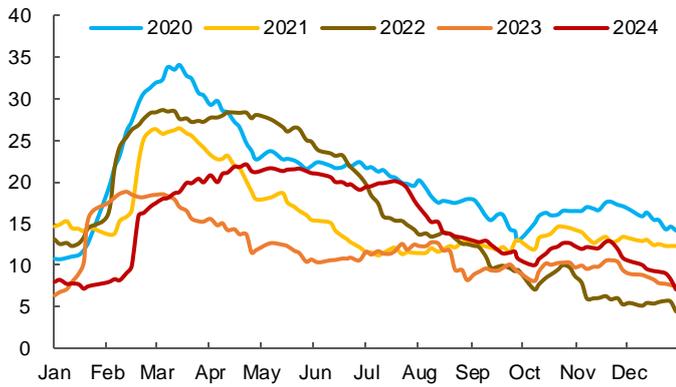
图表19: 全球锌库存 (LME+国内社库) (万吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

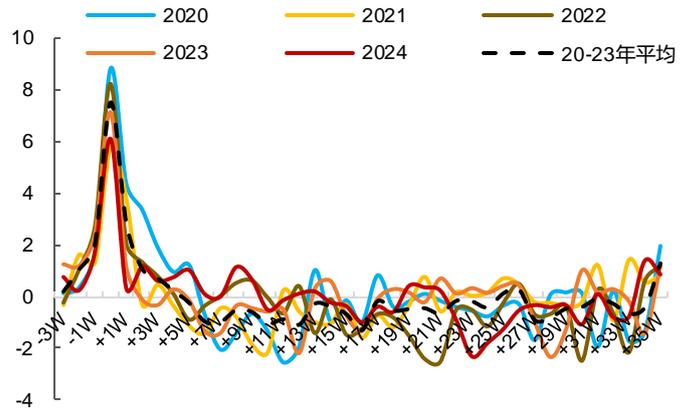


图表20: 国内锌锭社会库存(万吨)



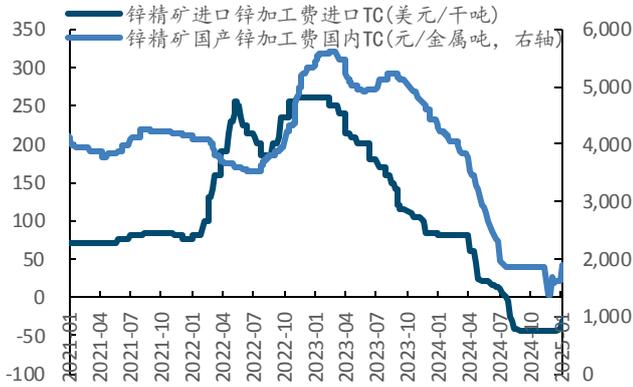
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表21: 国内锌锭社会库存周度变化(万吨)(农历)



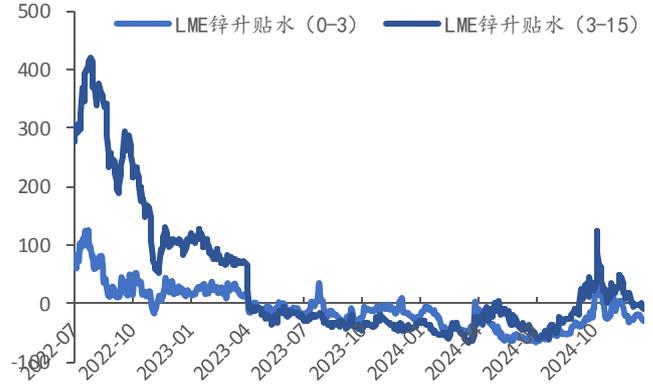
来源: iFind, 国金证券研究所

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)

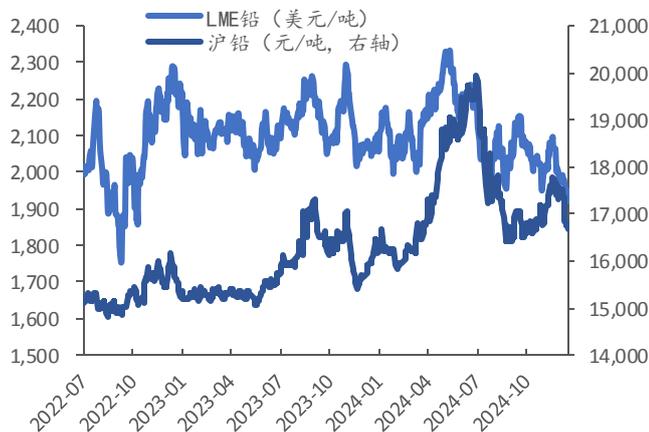


来源: iFind, 国金证券研究所

## 2.4 铅

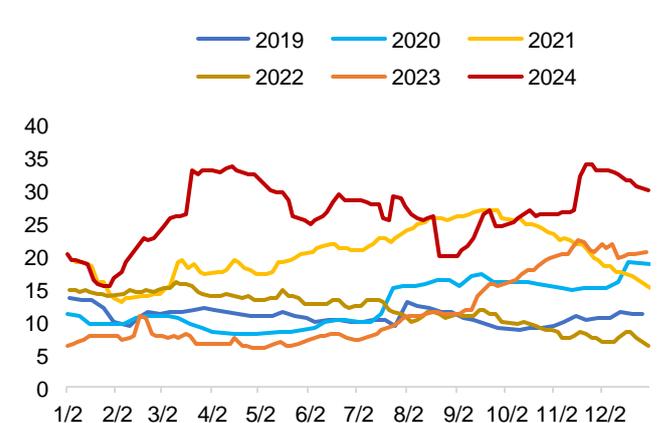
本周 LME 铅价格-2.29%至 1921 美元/吨, 沪铅价格-0.98%至 1.67 万元/吨。LME+沪铅库存去库 1.30 万吨至 28.67 万吨。湖南铅精矿加工费维持 650 元/吨, 云南维持 600 元/吨, 河南维持 700 元/吨。LME 铅期货 0-3 贴水减少 3.45 美元/吨至-29.95 元/吨, LME 铅期货 3-15 贴水增加 3.76 美元/吨至-77.87 美元/吨。

图表24: 铅价格走势



来源: iFind, 国金证券研究所

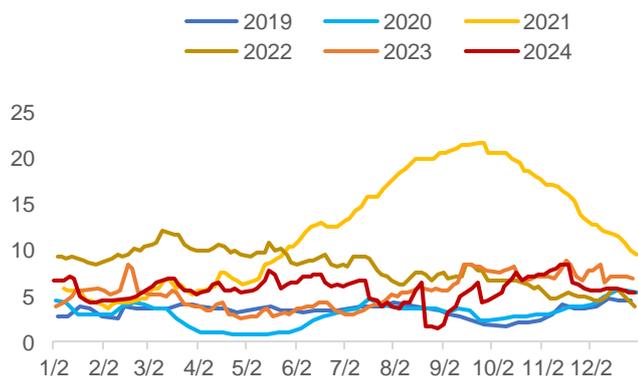
图表25: 全球铅库存(LME+国内社库)(万吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

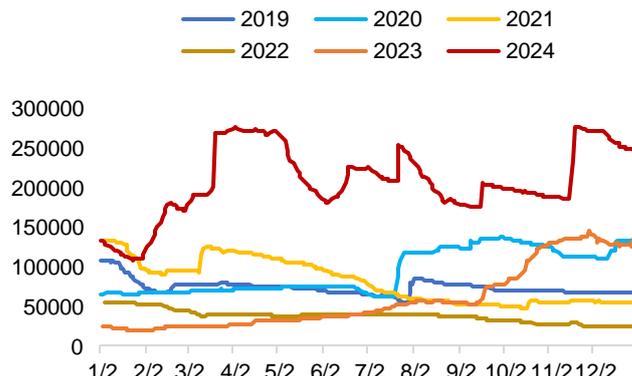


图表26: 国内铅锭社会库存 (万吨)



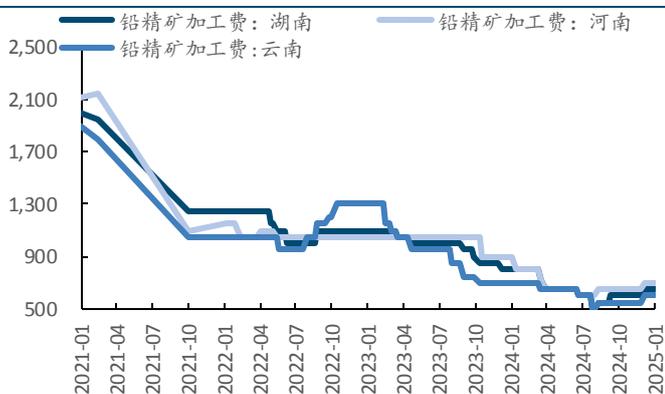
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表27: LME 铅锭库存 (吨)



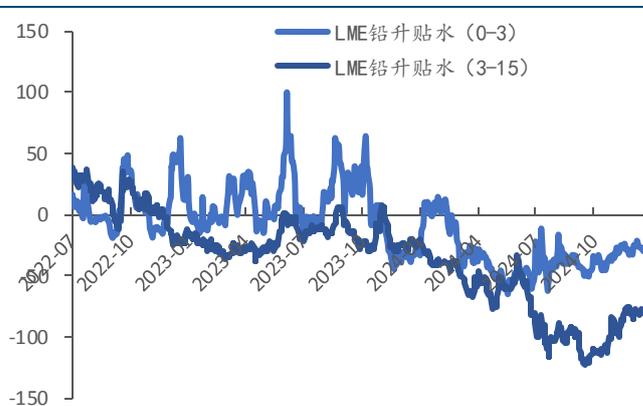
来源: iFinD, 国金证券研究所

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)

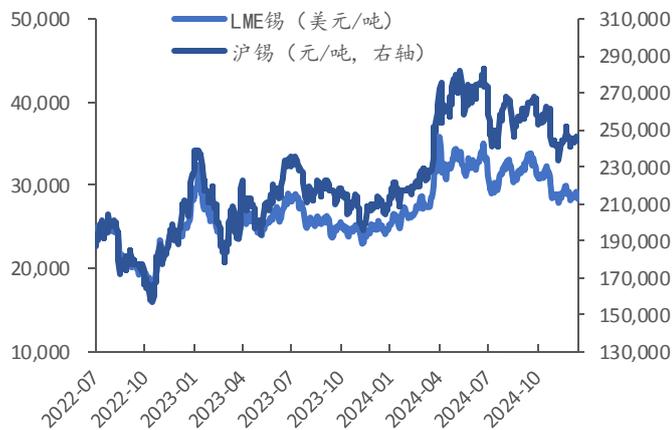


来源: iFinD, 国金证券研究所

## 2.5 锡

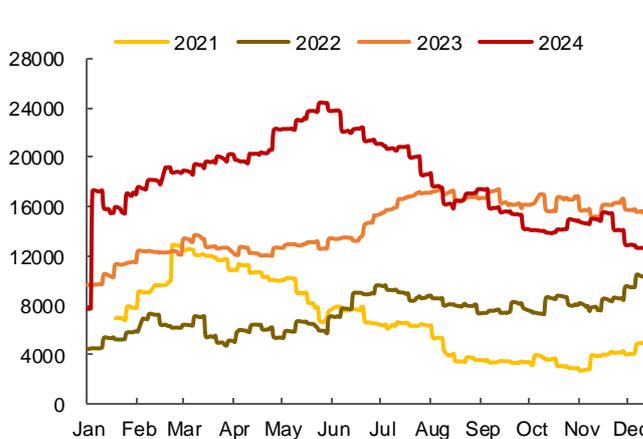
本周 LME 锡价格+0.31%至 29010 美元/吨, 沪锡价格+0.51%至 24.42 万元/吨。LME+沪锡库存减少 0.04 万吨至 1.11 万吨。

图表30: 锡价格走势



来源: iFinD, 国金证券研究所

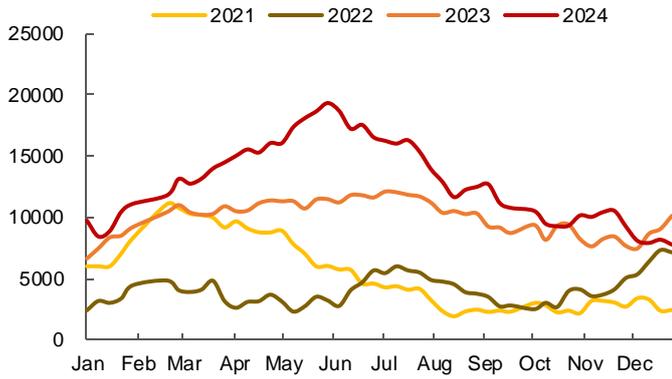
图表31: 全球锡库存 (LME+国内社库) (吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

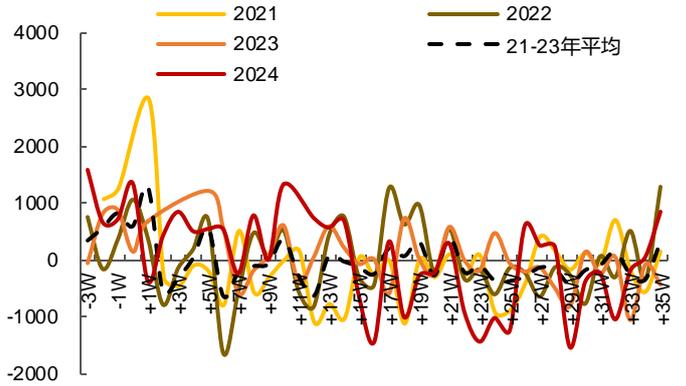


图表32: 国内锡锭社会库存(吨)



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+0.61%至 2652.7 美元/盎司, 美债 10 年期 TIPS 下降 2 个基点至 2.26%。COMEX 黄金库存增加 73 万金衡盎司到 2194 万金衡盎司; 金银比上升至 88.13; 黄金 ETF 持仓减少吨至 1264.27 吨。

图表34: 金价&实际利率



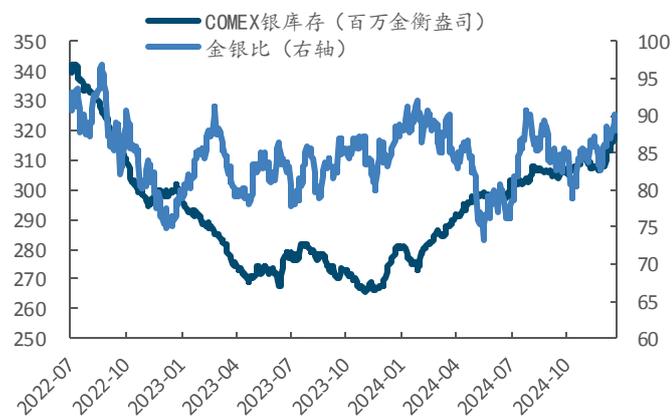
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表35: 黄金库存



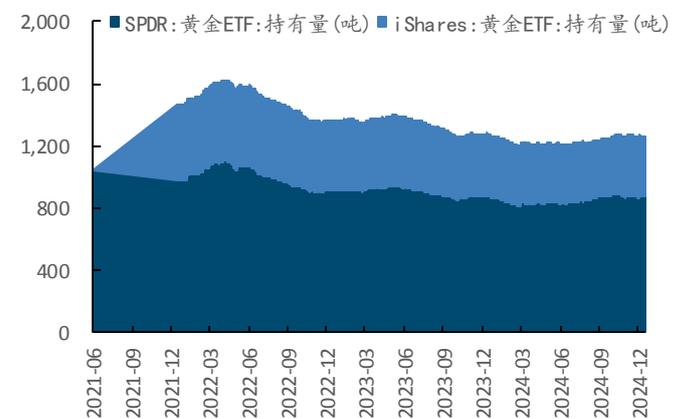
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表36: 金银比



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表37: 黄金ETF持仓



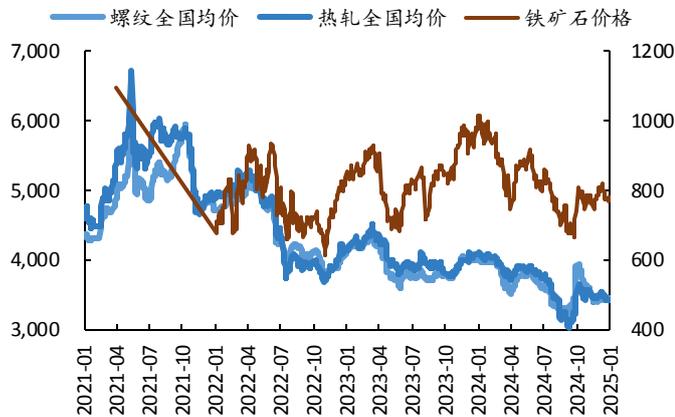
来源: iFinD, 国金证券研究所



## 2.7 钢铁

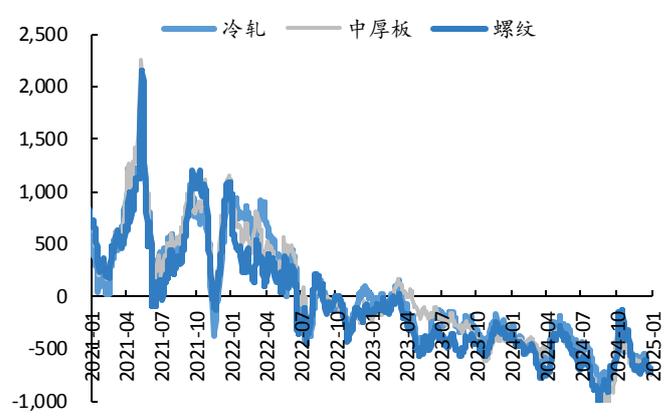
本周螺纹钢价格-0.42%至 3436 元/吨，热轧价格-0.12%至 3426 元/吨。冷轧/中厚板/螺纹钢成本滞后一个月毛利分别为-626/ -745/ -737 元/吨。

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

**明泰铝业:** 2025 年 1 月 4 日, 公司发布 2024 年 12 月经营快报: 铝板材带箔当月产量 12.09 万吨, 当年累计 145.13 万吨; 当月销量 12.19 万吨, 当年累计 145.44 万吨。铝型材当月产量 0.14 万吨, 当年累计 1.69 万吨。

**铜陵有色:** 2025 年 1 月 3 日, 公司公告称控股子公司中铁建铜冠的米拉多铜矿的米拉多铜矿已于 2025 年 1 月 1 日 (厄瓜多尔时间) 起恢复双系列正常生产。此前矿山受厄瓜多尔限电政策影响 2024 年 11 月 8 日起停产选矿双系统, 11 月 20 日起恢复选矿单系统生产, 双系列受限电政策影响共停产 28 天。

**永茂泰:** 2025 年 1 月 3 日, 公司发布股份回购进展公告, 回购实施期限为董事会审议通过起 12 个月, 预计回购 2000-4000 万元。截至 2024 年 12 月 31 日, 已回购 5456828 股, 支付 3719.36 万元。

**神火股份:** 2024 年 12 月 31 日, 公司将联合淮焦集团、淮北相城以自有资金共同对安徽相邦复合材料有限公司增资, 并授权管理层办理协议签订等手续。本次增资金额为 18,637.50 万元, 增资完成后, 公司将持有相邦公司 35% 的股权, 不是其控股股东, 相邦公司不纳入公司合并报表范围。

**中金岭南:** 2024 年 12 月 31 日, 公司发布公告, 拟通过协议转让方式, 以人民币 1.5 亿元向广晟资本投资有限公司转让公司全资子公司中金科技 16.12% 股权, 构成关联交易。

## 四、风险提示

美国关税超预期。如果美国关税加征超预期, 或将对工业金属需求产生较大扰动

全球供给超预期。工业金属供给增速相对有限, 如果供给超预期增加, 或将导致供需走向过剩。

新能源领域需求不及预期。新能源领域需求近几年对工业金属需求带动明显, 不及预期或导致需求增速下滑。



**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**