

有色金属

2025年01月12日

1月坚定看多黄金投资机会

——行业月报

投资评级：看好（维持）

李怡然（分析师）

温佳贝（分析师）

陈权（联系人）

liyiran@kysec.cn

wenjiabei@kysec.cn

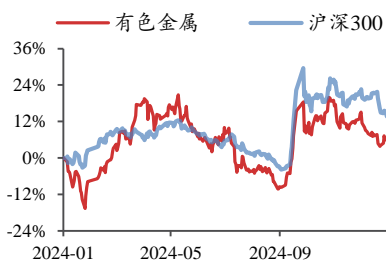
chenquan@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

证书编号：S0790524040009

证书编号：S0790123100016

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《把握有色供需转折，聚焦黑色供给变革—行业投资策略》-2024.12.2

《把握有色供需转折，聚焦黑色供给变革—金属行业2025年度投资策略》-2024.11.13

《海关恢复氧化镨出口编码，国内镨价有望上行—行业点评报告》-2024.11.5

● 行业策略：1月坚定看多黄金板块投资机会

1月推荐黄金板块标的。随着特朗普就任时间窗口临近，特朗普2.0政策落地预期交易活跃度逐渐增加。我们认为，交易热度在该阶段仅对商品波动率产生影响。保守策略下仍选择胜率较高的黄金板块作为配置首选。2024年，金价上行阶段，黄金权益标的收益率表现疲软，主要受制于业绩释放对估值的被动消化能力偏弱。随着板块整体回调消化估值后，投资胜率得到强化。2025年作为“十四五”的收官之年，我们看好黄金企业业绩更加线性释放。叠加对2025年金价继续上行判断，我们在年初第一篇月度策略中给出坚定看好黄金板块的判断。

● 自上而下：伴随特朗普2.0政策落地，1月金价或将震荡走高

2025年1月市场或将围绕美国债务上限与特朗普竞选政策修正展开交易。当前市场对于特朗普上台后的政策兑现预期较高，担忧通胀抬头，降息预期不断下修，反映在强势的美元指数与10年期国债收益率，这使得金价承压，但是通胀担忧托底金价。目前，降息预期下修空间有限，此时边际变量为通胀预期的变化。我们认为特朗普兑现政策决心较强，1月金价在通胀担忧中震荡上行。推荐标的：中国黄金国际、山金国际、中金黄金、山东黄金，受益标的：招金矿业。

● 自下而上：看好电解铝2025年价格与成本逐步偏离

铝：2025年，国内产能基本见顶，海外产能中短期增量有限，全球原铝产量增长较为刚性。需求端，地产用铝对需求有一定拖累，但伴随“两新”政策的支持，家电、汽车等领域的消费有望弥补地产拖累，且“铝代铜”有望进一步拉升终端需求，进而对电解铝价格形成有力支撑。此外，氧化铝价格上涨系结构性矛盾，预计新增产能将在2025年3月之后大规模释放，产业链利润转移利好下游电解铝厂，推荐标的：云铝股份、天山铝业、中国宏桥，受益标的有中国铝业。

铜：根据ICSG数据，受益于刚果（金）、印尼等主要产铜区矿山产量提升，2024年前十月全球铜精矿产量同比增长1.6%，精炼铜产量同比增长3.7%，两者差速将催化铜精矿库存进一步消耗。但考虑到全球库存仍处于近三年高位，且海外降息节奏略低于预期，海外需求修复拐点或延后，宏观预期及基本面双重扰动下，预计短期内铜价或以震荡为主。推荐标的：紫金矿业、洛阳钼业，受益标的：金诚信等。

锂：商务部于2025年1月2日发布关于《中国禁止出口限制出口技术目录》调整公开征求意见的通知，将多项锂辉石提锂生产锂盐、原卤直接提锂结束等纳入限制出口技术目录，我们预计该政策的落地或将对南美盐湖提锂产能增长带来阻碍，对全球供应造成扰动。展望2025年，全球锂行业仍将处于供需过剩状态，供给端仍将不断出清，供应端的扰动和需求端的阶段性旺盛或将导致阶段性的供需错配，导致锂盐价格反复，推荐标的有中矿资源，受益标的有永兴材料等。

风险提示：全球新能源汽车、储能、光伏装机、半导体需求不及预期；地产开工和竣工面积不及预期；各矿山项目进展超预期；地缘政治风险。

目 录

1、 月度策略：坚定看多黄金投资机会	4
1.1、 自上而下：伴随特朗普 2.0 政策落地，看好 1 月金价震荡走高	4
1.1.1、 2024 年 12 月市场降息预期下修，金价震荡偏弱	4
1.1.2、 伴随特朗普 2.0 政策落地，1 月黄金或将震荡走高	5
1.2、 自下而上：看好电解铝 2025 年价格与成本逐步偏离	6
1.2.1、 铝：几内亚政权交接或扰动矿端供应，看好 2025 年紧平衡格局下的铝价	6
1.2.2、 铜：铜精矿去库顺利，预计短期内铜价区间震荡	6
1.3、 能源金属：锂盐生产技术纳入限制出口目录，扰动全球供应	8
1.4、 小金属：锡、钨价格有望全年或持续维持高位运行	9
1.5、 跟踪品种：季节性需求淡季，成材或面临累库风险	9
2、 月度跟踪：1 月坚定看多黄金板块投资机会	10
2.1、 黄金：伴随特朗普 2.0 政策落地，1 月金价或将震荡走高	10
2.2、 铜：年底淡季铜价跌破 9000 美元关口，海外库存处于相对高位	13
2.3、 锂：海外供应增减并存，阶段性供需错配扰动锂价	15
2.4、 铝：氧化铝基本面边际走弱，铝价受成本端塌陷影响短期承压	17
2.5、 锡：缅甸生产尚未恢复，矿端持续紧张	20
2.6、 铁矿石：冬储接近尾声，铁水或将承压	22
2.7、 钢材：淡季来临，成材面临累库风险	24
3、 风险提示	24

图表目录

图 1： 截至 01/03 当周，伦敦现货黄金为 2646.8 美元/盎司，月环比+0.23%	10
图 2： 截至 01/06 当周，上海现货黄金为 624.32 元/克，月环比+1.67%	10
图 3： 截至 01/03 当周，SPDR 黄金 ETF 持有量为 871.08 吨，月环比-0.56%	10
图 4： 截至 12/31 当周，COMEX 黄金非商业持仓净多头为 24.73 万张，月环比-1.2%	10
图 5： 2024 年 11 月美国 CPI 同比上涨 2.7%	11
图 6： 食品和二手车使得通胀粘性较强	11
图 7： 美国消费者信心指数企稳回升	11
图 8： 美国制造业 PMI 指数位于荣枯线以下	11
图 9： 美国就业市场表现超预期	12
图 10： 市场预期 2025 年 1 月大概率维持利率不变	12
图 11： 2024 年 12 月国内铜价维持在近五年高位（元/吨）	13
图 12： 2024 年 12 月 LME 铜均价跌破 9000 美元/吨	13
图 13： 2024 年 12 月国内 TC 费用仍处于承压状态（美元/干吨）	13
图 14： 2024 年 12 月 LME 铜升贴水环比有所收窄（美元/吨）	13
图 15： 2024 年 10 月全球精炼铜产量同比下降 1.92%（万吨）	14
图 16： 2024 年 10 月全球原生铜产量同比下降 3.30%（万吨）	14
图 17： 2024 年 11 月国内精炼铜产量同比下降 0.61%（万吨）	14
图 18： 2024 年 11 月国内铜材产量同比增加 6.38%（万吨）	14
图 19： 2024 年 12 月国内阴极铜库存均值低于 10 万吨	15
图 20： 2024 年 12 月 LME 铜库存处于近五年高位（万吨）	15
图 21： 截至 2025 年 1 月 6 日，锂精矿报价 850 美元/吨	15

图 22: 2024 年 11 月中国锂精矿进口约 64 万吨 (实物量)	15
图 23: 截至 2025 年 1 月 6 日, 电碳报价 7.5 万元/吨	16
图 24: 2024 年 11 月中国碳酸锂进口约 1.9 万吨	16
图 25: 截至 2025 年 1 月 6 日, 电氢报价 7.6 万元/吨	16
图 26: 2024 年 11 月中国氢氧化锂出口约 0.55 万吨	16
图 27: 2024 年 11 月三元材料排产环比-3.4% (万吨)	16
图 28: 2024 年 11 月磷酸铁锂排产环比+1.1% (万吨)	16
图 29: 2024 年 12 月下旬起内外盘电解铝价格承压	17
图 30: 2024 年 11 月中国电解铝供给短缺 8.7 万吨 (万吨)	17
图 31: 云南省 2024 年 11 月降水量同比改善明显 (单位: 毫米)	17
图 32: 2024 年 11 月云南省水电 211 亿度, 月度环比-32% (亿度)	17
图 33: 截至 2025 年 1 月 3 日, 沪铝库存约 19 万吨	18
图 34: 截至 2025 年 1 月 2 日, LME 铝库存约 63 万吨	18
图 35: 铝土矿几内亚进口价格高涨	18
图 36: 中国港口铝土矿库存水平处于低位	18
图 37: 2024 年 11 月氧化铝单吨理论利润继续走扩	19
图 38: 2024 年 11 月中国氧化铝产量 701.8 万吨, 环比-1.4% (单位: 万吨)	19
图 39: 2024 年 11 月电解铝单吨理论利润走弱	19
图 40: 2024 年 11 月铝产品开工率稳定 (%)	19
图 41: 2024 年 1~11 月中国房屋竣工面积累计同比-26.2%	20
图 42: 2024 年 11 月中国汽车产量同比+11% (万辆)	20
图 43: LME 锡价走势与半导体销售额同比增速高度相关	20
图 44: 上海期交所锡锭库存去库顺畅 (吨)	21
图 45: LME 锡库存震荡 (吨)	21
图 46: 缅甸锡精矿进口量维持低位	21
图 47: 锡精矿加工费水平较低 (元/吨)	22
图 48: 截至 01/10 当周, PB 粉价格为 764 元/吨, 同比-24.43%	22
图 49: 截至 01/10 当周, 铁矿: 进口: 库存: 45 个港口 (周) 为 15002.96 万吨, 同比+18.87%	22
图 50: 截至 01/10 当周, 247 家钢铁企业: 铁水: 日均产量: 阳历 (周) 为 224.37 万吨, 同比+1.62%	23
图 51: 截至 01/10 当周, 247 家钢铁企业: 铁水: 日均产量: 农历 (周) 为 224.37 万吨, 同比+1.11%	23
图 52: 截至 01/03 当周, 四大矿山发运量总和为 1831.7 万吨, 同比+18.72%	23
图 53: 截至 01/03 当周, 铁矿: 到港量: 47 个港口 (周) 为 2919.1 万吨, 同比+2.07%	23
图 54: 截至 01/10 当周, 螺纹钢现货价格为 3310 万吨, 同比-15.78%, 环比-1.49%	24
图 55: 截至 01/10 当周, 螺纹钢需求 (农历) 为 190.05 万吨, 同比-20.14%, 环比-3.66%	24
图 56: 截至 01/10 当周, 螺纹钢总体库存为 417.85 万吨, 同比-33.94%, 环比+2.29%	24
图 57: 截至 01/10 当周, 螺纹钢产量为 199.41 万吨, 同比-17.74%, 环比-15.63%	24
表 1: 黄金价格外资投行预测 (单位: 美元/盎司)	6
表 2: 2024 年 9-10 月国内铜实际需求同环比改善明显, 全年实际需求有望同比持平	7
表 3: 2024 年 1-9 月美国实际铜需求同比增长 1.80%	7
表 4: 2024 年 1-9 月巴西铜实际需求同比增长 13.07%	8

1、月度策略：坚定看多黄金投资机会

1.1、自上而下：伴随特朗普 2.0 政策落地，看好 1 月金价震荡走高

1.1.1、2024 年 12 月市场降息预期下修，金价震荡偏弱

2024 年 12 月 31 日伦敦现货黄金价格收 2,610.85 美元/盎司，12 月份下跌 1.52%，沪金收 614.80 元/克，12 月份下跌 0.01%。12 月黄金受到美国经济预期、影响，金价震荡偏弱。沪金受到人民币汇率走强的影响，12 月下跌幅度小于伦敦金。

1、货币政策：2024 年 12 月欧洲央行、日本央行、美联储均降息 25 基点，时间上欧洲央行率先降息。

2024 年 12 月 12 日，欧洲央行宣布利率决议，三大关键利率均下调 25 个基点，存款机制利率下调至 3.00%，主要再融资利率下调至 3.15%，边际借贷利率下调至 3.40%。以应对欧元区经济前景暗淡和通胀持续放缓的局面。

2024 年 12 月 19 日，美联储宣布利率决议，决定将联邦基金利率的目标区间下调 25 个基点，至 4.25%~4.50%之间。

2024 年 12 月 19 日，日本央行宣布利率决议，维持政策利率 0.25%不变。

2、通胀：通胀压力仍存

美联储最新经济预测显示，预计 2025 年核心 PCE 通胀为 2.5%，此前预期为 2.2%。2024 年 11 月 CPI 同比上涨 2.7%，符合预期，高于前值 2.6%。核心 CPI 同比上涨 3.3%，符合预期，自 2024 年 6 月以来基本走平。尽管美联储已多次加息并缩减资产负债表规模以控制通胀，但通胀压力依然存在。

3、经济-就业&薪资：失业率上升，时薪难降

2024 年 12 月美国新增非农就业 25.6 万人，超市场预期 16.5 万人，创下 2024 年 4 月以来的新高。12 月失业率为 4.1%，低于市场预期 4.2%，前值 4.2%。就业市场的强劲表现显示美国经济依然较强，同时通胀压力上升，美联储在降息时或将更加谨慎。

2024 年 12 月平均时薪同比增速 3.9%，低于市场预期 4.0%，环比增速 0.3%，持平市场预期，尽管时薪增速有所放缓，但仍然保持在较高水平，薪资短期较难回落。

4、经济-制造&消费：经济温和增长但增速放缓

2024 年 12 月 5 日美联储发布褐皮书，反映了美国经济整体稳健增长但增速放缓、就业市场增长缓慢、物价温和增长以及消费者谨慎态度等特征。

2024 年 12 月美国标普制造业 PMI 初值为 48.3，创下 3 个月的新低，并且低于预期 49.8 以及前值 49.7。服务业 PMI 初值为 58.5，创下了 38 个月的新高，并且高于预期 55.7 以及前值 56.1。

2024 年 11 月美国零售数据环比增长 0.7%，预期 0.6%，前值 0.5%。美国消费者保持了较强的消费能力。

5、美元信用：美国财政赤字扩大

2024年11月末美国财政赤字为366.76十亿美元，环比+42.46%，同比+16.8%。财政赤字进一步扩大。

2024年12月末美国未偿公共债务总额达到36万亿美元，新增债务131.24万亿美元。2024年10月末，外国投资者持有的美国流通国债占比为30.7%，下滑0.57pct。

2024年12月末全球央行黄金储备为3.6万吨，环比增加190吨，同比增加493吨。

2024年第三季度央行购金量为186.16吨，环比下滑16.04吨。前三季度购金量为693.52吨，同比减少139.88吨。

1.1.2、伴随特朗普 2.0 政策落地，1 月黄金或将震荡走高

货币政策预期：降息预期方面，截至2025年1月12日，CME观察工具显示，市场预期2025年1月29日议息会议，美联储维持利率水平不变的概率为93.6%，降息的概率为6.4%，2025年或有一次降息。目前金价已经大部分定价2025年上半年货币政策紧缩，而目前金价已经受到支撑，未来的利空因素较少。2025年1月29日，美联储召开议息会议，市场将关注鲍威尔对通胀以及就业的描述。

通胀预期：目前市场交易主线为通胀的担忧，这来源于特朗普政策的落地，特别是征收关税政策，这将导致2025年美联储降息预期进一步向下修正，使得金价承压，但是鉴于目前仅计价一次降息，且概率为44%，我们认为压力有限，同时通胀也对金价具有托底作用。短期关注特朗普政策的兑现，若力度超预期，将显著的抬升通胀预期，利好金价；若兑现不及预期，市场或将下修通胀预期，上修欧洲经济预期，短期利空金价。中长期来看，鉴于特朗普政府的宽财政、征收关税、限制移民政策，我们认为2025年美国通胀水平或将走高，通胀的连续走高，黄金的抗通胀属性得到激发，利好金价上行。

经济预期：2025年1月20日，特朗普上台，市场或将关注国内减税、征收关税以及驱逐移民等政策的落地情况。目前市场对政策落地的预期较高，即通胀上行的担忧，反映在强势的美元指数与美国10年期国债收益率，美元指数已位于高位，这将使得美元承压，利好黄金等大宗商品。

信用预期，围绕美国债务上限、美国财政收支进行交易。2025年1月14日至23日，美国政府或将面临债务上限问题，当前美国未偿债务达到36万亿美元，如果国会无法及时提高债务上限，美国政府将面临财政困境，进而引发信用评级下调、金融市场动荡等反应，短期利多黄金。若美国政府采用“非常规措施”来维持政府运转或者提高债务上限、延期债务上限等，未来美国的财政赤字或将持续放大，中长期利多黄金。

展望 2025 年全年，美国再通胀以及经济预期的变化将影响黄金的整体走势。2025年上半年，市场预期美联储或维持利率不变，若1-3月份美国CPI严重抬头，美国经济若着陆得到证实，降息预期或将进一步收缩，美元指数与美国利率都将维持强势，黄金将承压但是下方空间有限。特别关注日本央行对于货币政策的变化，若超市场预期降息，市场或将面临流动性问题。关注特朗普上台后政策兑现力度，或许存在预期差，显著的影响美国通胀与欧洲经济预期。目前市场整体对于美国经济的预期仍然是软着陆，若高利率维持，关键点在于特朗普政府能否再次开启“里根大循环”，在国内减税空间有限、通胀具备韧性的情况下，我们认为特朗普政府的财政刺激或许不及预期，高利率或将对美国经济平稳运行产生影响，市场对于美国

经济预期与现实的博弈将影响到美联储降息力度以及美股高估值回调引发的避险情绪，这将显著的利好黄金。我们认为 2025 金价或仍存上涨行情，当前黄金股估值显著偏低，具备安全边际，黄金股兼具估值修复与业绩弹性，推荐标的：中国黄金国际、山金国际、中金黄金、山东黄金，受益标的：招金矿业。

表1：黄金价格外资投行预测（单位：美元/盎司）

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
金价中值	2657	2738	2748	2687

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所（数据截至 2024 年 1 月 8 日）

1.2、自下而上：看好电解铝 2025 年价格与成本逐步偏离

1.2.1、铝：几内亚政权交接或扰动矿端供应，看好 2025 年紧平衡格局下的铝价

氧化铝：弱预期+海外矿端突发事件影响期货价格，关注进口矿供应情况。2024 年 12 月，四川、广西电解铝部分停产检修落地影响氧化铝需求，魏桥新增氧化铝项目投产，氧化铝环节供应紧张得到略微缓解，去库速度减缓，叠加远期新增投产产能预期较强，氧化铝期货价格出现较大幅度下挫，但是现货市场仍旧供应紧张，现货价格跌幅较小。展望 2025Q1，需求端来看，信发农六师、中铝青海电解铝新增产能于 2024 年年底陆续投产，氧化铝需求或有边际改善，供给端来看，2025Q1 环保限产或会影响在运行氧化铝产能利用率，2025Q1 或仅魏桥沾化置换项目和中铝广西华昇二期部分具备投料条件，预计 2025Q1 新增产能贡献氧化铝增量较为有限，且仍需关注进口矿发运及到港情况，2024 年 12 月 27 日~2025 年 1 月 2 日，全球主流国家铝土矿往中国发运量为 149.13 万吨，环比-44.41%，中国主要港口到货量为 296.14 万吨，环比-29.02%，铝土矿发运及到港情况尚未出现明显改善，2025 年为几内亚政府“还政于民”的关键年份，关注政权变动对当地铝土矿供应产生的影响。

电解铝：成本端坍塌铝价短期承压，2025 年新增产能有限支撑铝价。2024 年 12 月，氧化铝急跌导致电解铝成本支撑坍塌，电解铝价格短期承压，叠加新疆大部分发运均处于在途暂未抵达阶段，铝锭库存仍处于去库状态，考虑到目前新疆站台发运基本恢复正常，且临近春节部分下游已进入停止接单状态，预计春节前现货压力较大。展望 2025 年，供给端，国内产能基本见顶，未来供给增长将更多依靠进口，海外产能中短期增量有限，但由于 LME 对俄铝进行制裁，预计进出口将会对国内供需产生较大影响。需求端，地产用铝对需求有一定拖累，但伴随“以旧换新”政策的支持，家电、汽车等领域的消费有望弥补地产拖累，且在铜价上行的大周期中，“铝代铜”有望进一步拉升终端需求，进而对电解铝价格形成有力支撑。推荐标的有云铝股份、天山铝业、中国宏桥、神火股份，受益标的有中国铝业。

1.2.2、铜：铜精矿去库顺利，预计短期内铜价区间震荡

矿产铜方面，据 ICSG 数据，2024 年前十月全球矿产铜产量增速为 1.6%。其中，刚果（金）地区受益于卡莫阿项目、TFM 项目扩产，叠加 KFM 项目爬产及部分小型矿山的增量，矿产铜产量同比增长约 10%；智利地区受益于 Escondida、Collahuasi 等核心矿山生产恢复及 QB 二期项目的爬产，矿产铜产量同比增长约 3.3%。

电解铜方面，据 ICSG 数据，2024 年前十月全球精炼铜产量同比增长 3.7%，其中原生精炼铜产量同比增长 3.77%，再生精炼铜同比增长 3.36%。考虑到全球精炼铜增速仍高于矿山铜产量增速，铜精矿库存进一步消耗背景下，补库行情愈发临近。

需求方面，国内 2024 年 1-11 月铜实际需求同比下降，但受 9-10 月消费旺季拉动，降幅明显收窄。2024 年 1-11 月国内铜实际需求同比下降 1.25% 至 972.6 万吨，其中，传统消费旺季对铜需求拉动明显，9-10 月国内铜实际需求分别同比提升 6.11% 和 4.78%。我们预计 2024 年国内铜实际需求有望与 2023 年同比持平，但考虑到国内及海外铜库存仍处于近三年高位，短期铜价或以震荡为主。

表2：2024 年 9-10 月国内铜实际需求同环比改善明显，全年实际需求有望同比持平

中国铜表观&实际需求月度跟踪 (2025.01)					
单位：万吨	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	108.5	39.9	-37.1	20.5	90.8
2023-02	93.6	32.0	-31.4	16.3	78.0
2023-03	109.4	30.1	-34.9	23.6	81.0
2023-04	105.7	32.2	-34.5	24.4	79.0
2023-05	122.0	37.0	-39.7	25.6	93.5
2023-06	110.9	36.8	-36.9	23.2	87.6
2023-07	106.7	36.7	-35.8	23.6	84.0
2023-08	124.6	39.8	-41.1	22.7	100.6
2023-09	115.0	40.3	-38.8	25.5	91.0
2023-10	118.0	43.1	-40.3	24.7	96.1
2023-11	124.6	47.4	-43.0	25.9	103.2
2023 年 1-11 月	1239.0	415.2	-413.5	255.8	984.9
2024-01	125.2	44.3	-42.4	27.7	99.5
2024-02	95.6	31.4	-31.7	21.1	74.2
2024-03	108.5	38.0	-36.6	25.6	84.2
2024-04	115.1	34.8	-37.5	26.3	86.0
2024-05	112.0	36.1	-37.0	24.6	86.5
2024-06	102.1	20.7	-30.7	24.6	67.5
2024-07	108.8	29.9	-34.7	25.4	78.7
2024-08	122.0	31.5	-38.4	27.7	87.4
2024-09	132.1	40.2	-43.1	27.2	102.0
2024-10	138.7	43.0	-45.4	28.1	108.1
2024-11	124.7	43.4	-42.0	27.5	98.5
2024 年 1-11 月	1284.7	393.2	-419.5	285.8	972.6

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：2024 年 1-9 月美国实际铜需求同比增长 1.80%

美国铜表观&实际需求月度跟踪 (2025.01)					
单位：万吨	美国铜表观需求	铜材净进口	新废铜 (25%)	美国铜制品进口	美国实际铜需求
2023-01	13.4	0.5	-3.5	29.9	40.2
2023-02	11.1	0.4	-2.9	27.9	36.5
2023-03	17.9	0.4	-4.6	32.2	45.8
2023-04	16.2	0.4	-4.1	31.8	44.2
2023-05	14.4	0.3	-3.7	34.7	45.8
2023-06	14.7	0.3	-3.8	35.7	46.9
2023-07	13.4	0.4	-3.5	34.5	44.9

美国铜表观&实际需求月度跟踪 (2025.01)

日期	表观需求	净出口	新废铜 (25%)	铜制品进口	实际需求
2023-08	12.2	0.4	-3.2	36.3	45.8
2023-09	13.6	0.3	-3.5	35.0	48.1
2023年1-9月	126.9	3.3	-32.5	297.8	398.2
2024-01	17.3	0.2	-4.4	34.5	47.7
2024-02	10.3	0.3	-2.6	34.3	42.2
2024-03	11.5	0.2	-2.9	34.8	43.6
2024-04	10.1	0.7	-2.7	35.4	43.5
2024-05	13.2	0.7	-3.5	33.2	43.7
2024-06	11.4	0.6	-3.0	32.0	41.0
2024-07	14.7	0.0	-3.7	36.0	47.0
2024-08	16.9	0.0	-4.2	35.6	48.2
2024-09	18.2	0.8	-4.7	34.3	48.5
2024年1-9月	123.6	3.6	-31.8	310.0	405.4

数据来源：UN COMTRADE、开源证券研究所

表4：2024年1-9月巴西铜实际需求同比增长13.07%
巴西铜表观&实际需求月度跟踪 (2024.7)

单位：万吨	巴西铜表观需求	铜材净出口	新废铜 (25%)	巴西铜制品进口	巴西实际铜需求
2023-01	3.8	-0.1	0.9	1.0	3.8
2023-02	5.7	-0.1	1.4	0.9	5.1
2023-03	2.9	-0.1	0.7	0.9	3.1
2023-04	2.9	0.0	0.7	0.9	3.1
2023-05	4.3	-0.1	1.0	1.3	4.4
2023-06	1.4	-0.1	0.3	1.1	2.1
2023-07	3.7	-0.1	0.9	1.3	3.9
2023-08	3.5	-0.2	0.8	1.3	3.8
2023-09	5.5	-0.1	1.3	1.4	5.4
2023年1-9月	33.6	-1.0	8.2	10.1	34.6
2024-01	3.1	-0.2	0.7	1.5	3.7
2024-02	4.4	-0.1	1.1	1.2	4.4
2024-03	3.6	-0.1	0.9	1.6	4.2
2024-04	3.9	-0.2	0.9	1.3	4.2
2024-05	3.8	-0.1	0.9	1.6	4.3
2024-06	4.5	-0.1	1.1	2.7	5.9
2024-07	3.8	-0.2	0.9	1.4	4.2
2024-08	3.9	-0.1	0.9	1.5	4.4
2024-09	3.3	-0.2	0.8	1.5	3.8
2024年1-9月	34.4	-1.3	8.3	14.3	39.1

数据来源：UN COMTRADE、开源证券研究所

1.3、能源金属：锂盐生产技术纳入限制出口目录，扰动全球供应

商务部于2025年1月2日发布关于《中国禁止出口限制出口技术目录》调整公开征求意见的通知，将多项锂辉石提锂生产锂盐、原卤直接提锂结束等纳入限制出口技术目录，我们预计此项政策调整将对南美盐湖提锂项目影响较大，如紫金矿业

3Q 盐湖、赣锋锂业 Mariana 盐湖等项目推进进度均有可能受该政策影响，此外津巴布韦政府要求当地锂矿企业提交在津建设锂盐厂的时间表，并打算在未来禁止精矿出口，该政策或对中企在津锂盐项目落地造成影响。整体来看，该政策的落地或将对南美盐湖提锂产能增长带来阻碍，对全球供应造成扰动。展望 2025 年，由于锂价低迷，高成本项目将进入出清环节，且部分高成本项目建设进度推迟，经济性较差的回收供应将减少，但低成本的盐湖项目将继续提供稳定增量，主流锂辉石矿山同样供应稳定，我们认为 2025 年全年仍将处于供需过剩状态，供给端仍将不断出清，供应端的扰动和需求端的阶段性旺盛或将导致阶段性的供需错配，导致锂盐价格反复，推荐标的有中矿资源，受益标的有永兴材料、藏格矿业、天齐锂业。

1.4、小金属：锡、钨价格有望全年或持续维持高位运行

锡：矿端隐性库存或消耗殆尽，关注缅甸复产节奏。截至目前缅甸仍然处于停产状态，2025 年 1 月 6 日云南锡精矿加工费 1.35 万元/吨，较 2024 年年内高点(2024 年 6 月)下滑 3500 元/吨，反映矿端紧张局面，国内锡矿端库存或以消耗殆尽，预计 2025 年矿端增速即为精锡增速。展望 2025 年全球矿端仅刚果金、澳洲地区有明确锡矿增量，缅甸地区复产时间尚无预期，我们认为 2025 年矿端紧张向精锡端的传导将更为明显，且半导体需求不断复苏，精锡价格有望高位运行。推荐标的有锡业股份、华锡有色。

钨：预计 2024 年钨利润中枢稳定，股息政策支撑中期配置价值。2024 年全年钨精矿（45%-50%、国产）均价为 3588 元/吨度，同比下滑 7.34%，钨铁（60%Mo、国产）均价为 23.31 万元/基吨，同比下降 9.03%。根据钨都贸易网数据，2024 年国内钨精矿生产总量同比增长 8.9%至约 13.12 万金属吨，增速放缓，考虑到海外伴生矿产量下降，以及国内供给增量有限，预计近期钨矿供给维持偏紧结构。而 2024 年钨铁消费量同比增长 12.4%至约 11.42 万金属吨，钨钢需求强劲。预计 2025 年国内钨精矿供需将维持紧平衡，钨价维持平稳。推荐标的有金钨股份。

1.5、跟踪品种：季节性需求淡季，成材或面临累库风险

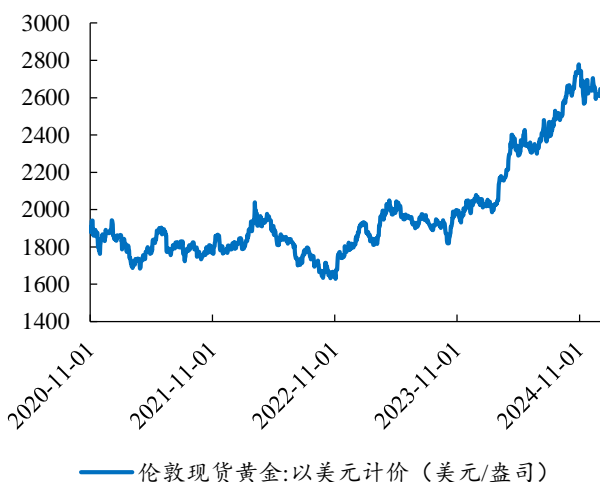
铁矿石：冬储临近尾声，铁水或将承压。截至 01/10 当周，247 家钢铁企业铁水日均产量为 224.37 万吨，同比+1.62%；进口矿 45 个港口库存为 15002.96 万吨，同比+18.87%，冬储面临尾声，情绪较低，铁矿的短期支撑面临不足，虽然前期政策预期较高，但是政策落地需要一定时间，1 月需求进入季节性淡季，叠加政策空窗期，我们认为铁水有望下行，铁矿石港口库存高企，铁矿价格短期有望下行。中长期来看，铁矿库存仍高，供给端四大矿山前期发运量较高，或对远月矿石价格形成压力。

钢材：淡季来临，成材面临累库风险。截至 01/10 当周，螺纹钢现货价格为螺纹钢现货价格为 3310 万吨，同比-15.78%，环比-1.49%，螺纹钢总体库存 417.85 万吨，同比-33.94%，环比+2.29%。贸易商冬储情绪较差，冬储交易接近尾声，成材需求进入淡季，政策预期需要更新进度巩固，短期成材面临累库风险，不排除成材价格下跌-铁矿石价格下跌-螺旋下跌的逻辑出现，但是焦煤价格下行空间有限，若逻辑顺畅，螺矿比或将抬升，关注节后工地资金到位情况与铁水复苏情况。

2、月度跟踪：1月坚定看多黄金板块投资机会

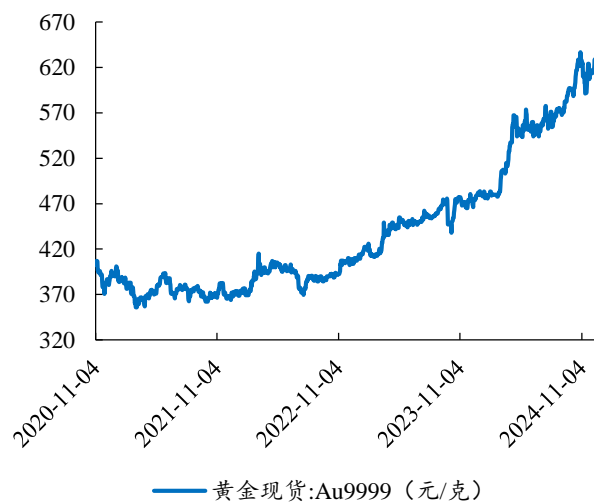
2.1、黄金：伴随特朗普 2.0 政策落地，1月金价或将震荡走高

图1：截至 01/03 当周，伦敦现货黄金为 2646.8 美元/盎司，月环比+0.23%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：截至 01/06 当周，上海现货黄金为 624.32 元/克，月环比+1.67%



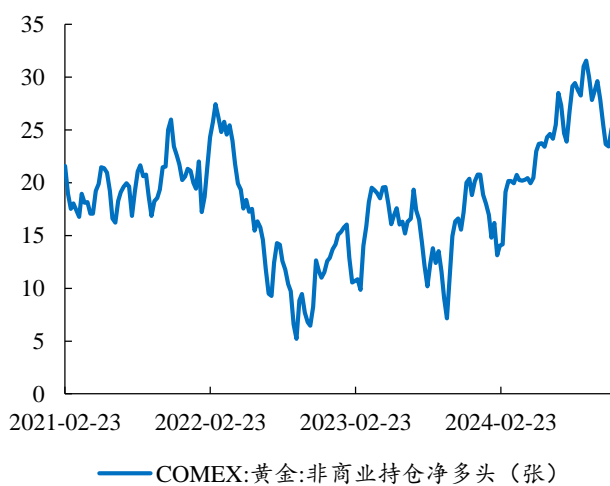
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：截至 01/03 当周，SPDR 黄金 ETF 持有量为 871.08 吨，月环比-0.56%



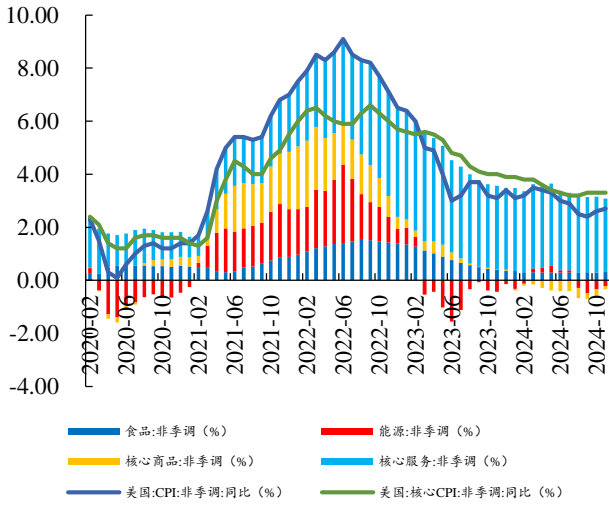
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：截至 12/31 当周，COMEX 黄金非商业持仓净多头为 24.73 万张，月环比-1.2%



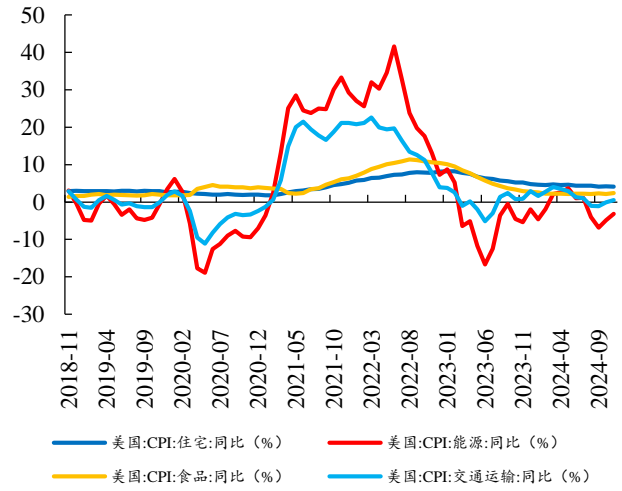
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024年11月美国CPI同比上涨2.7%



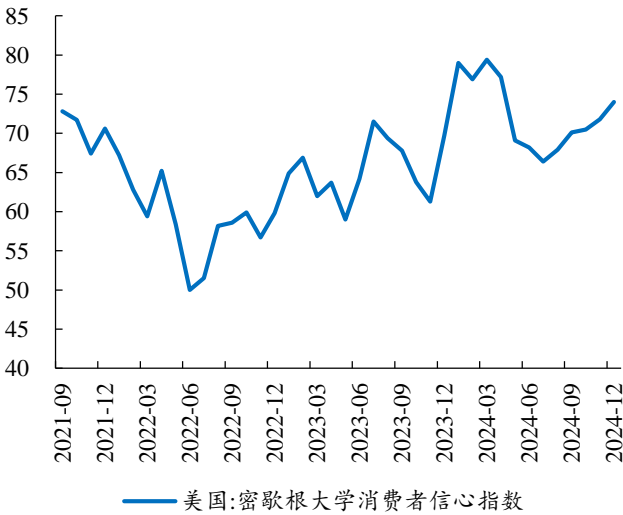
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：食品和二手车使得通胀粘性较强



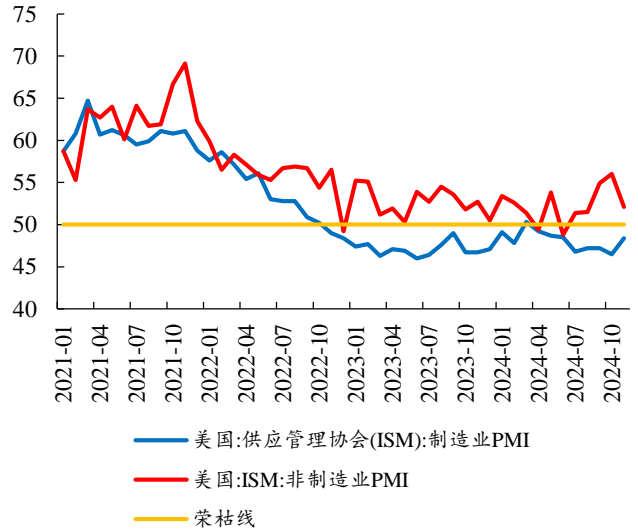
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：美国消费者信心指数企稳回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美国制造业PMI指数位于荣枯线以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：美国就业市场表现超预期

单位：千人	就业人数		就业新增		2024-12			
	2024-12	2024-11	2024-12	2024-11	就业新增	环比增加	权重	贡献率
非农就业人数	159,536	159,280	256	212	256	0.16%	100.00%	100.00%
私人商品生产	21,823	21,831	-8	34	-8	-0.04%	13.68%	-3.13%
采矿业	634	637	-3	1	-3	-0.47%	0.40%	-1.17%
建筑业	8,316	8,308	8	8	8	0.10%	5.21%	3.13%
制造业	12,873	12,886	-13	25	-13	-0.10%	8.07%	-5.08%
私人服务生产	114,197	113,966	231	148	231	0.20%	71.58%	90.23%
批发业	6,192	6,195	-4	3	-4	-0.06%	3.88%	-1.37%
零售业	15,677	15,634	43	-29	43	0.28%	9.83%	16.95%
运输仓储业	6,630	6,621	10	3	10	0.15%	4.16%	3.75%
公用事业	592	592	0	0	0	-0.05%	0.37%	-0.12%
信息业	3,004	2,994	10	4	10	0.33%	1.88%	3.91%
金融活动	9,286	9,273	13	11	13	0.14%	5.82%	5.08%
专业和商业服务	22,978	22,950	28	9	28	0.12%	14.40%	10.94%
教育和保健服务	26,802	26,722	80	87	80	0.30%	16.80%	31.25%
休闲和酒店业	17,101	17,058	43	52	43	0.25%	10.72%	16.80%
其他服务业	5,935	5,927	8	8	8	0.13%	3.72%	3.13%
政府	23,516	23,483	33	30	33	0.14%	14.74%	12.89%
联邦政府	3,010	3,004	6	0	6	0.20%	1.89%	2.34%
州政府	5,531	5,521	10	13	10	0.18%	3.47%	3.91%
地方政府	14,975	14,958	17	17	17	0.11%	9.39%	6.64%

数据来源：Wind、开源证券研究所

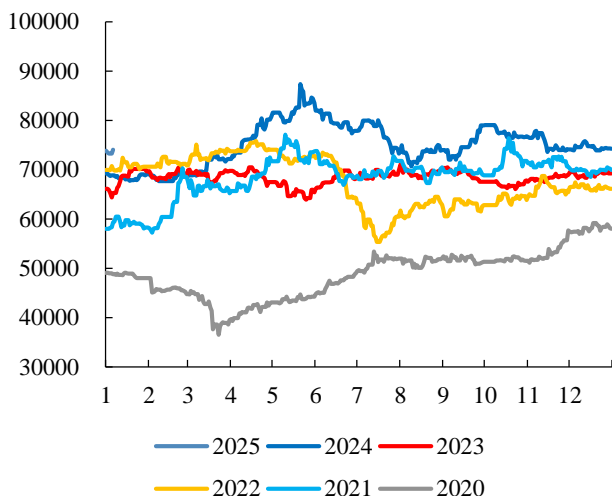
图10：市场预期 2025 年 1 月大概率维持利率不变

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES					
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	93.6%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	41.3%	56.2%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.5%	10.5%	44.3%	44.7%
2025/6/18	0.0%	0.2%	4.4%	23.7%	44.5%	27.3%
2025/7/30	0.0%	1.0%	8.0%	27.5%	41.3%	22.2%
2025/9/17	0.2%	2.5%	12.1%	30.4%	37.2%	17.5%
2025/10/29	0.5%	3.7%	14.5%	31.3%	34.7%	15.3%
2025/12/10	0.9%	5.0%	16.5%	31.7%	32.4%	13.4%

资料来源：CME（数据截至 2024 年 1 月 12 日）

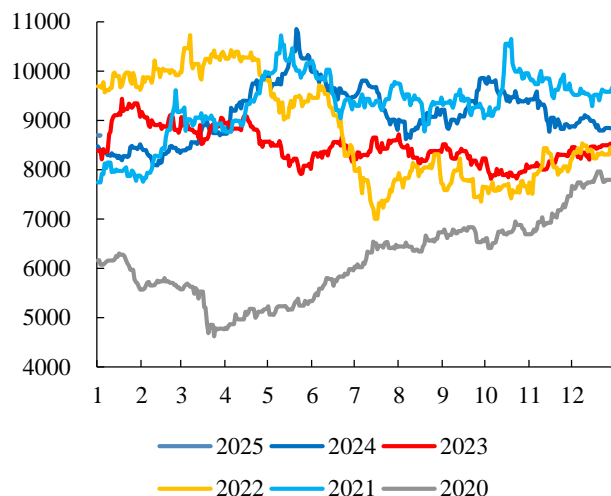
2.2、铜：年底淡季铜价跌破 9000 美元关口，海外库存处于相对高位

图11：2024 年 12 月国内铜价维持在近五年高位(元/吨)



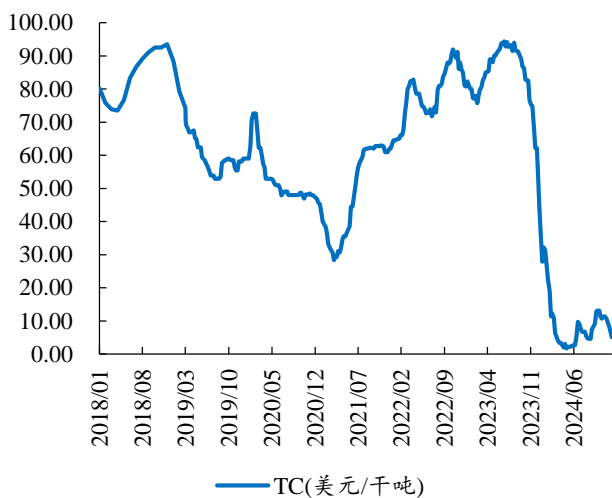
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2024 年 12 月 LME 铜均价跌破 9000 美元/吨



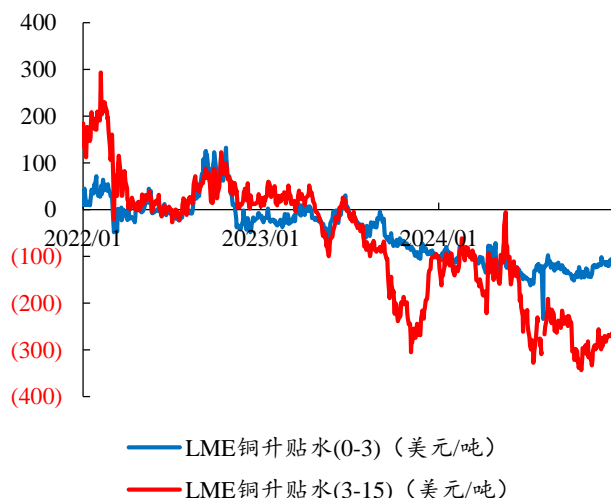
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2024 年 12 月国内 TC 费用仍处于承压状态(美元/千吨)



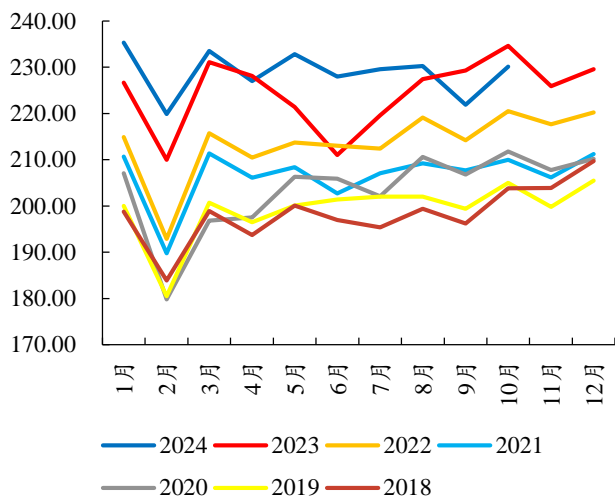
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024 年 12 月 LME 铜升贴水环比有所收窄(美元/吨)



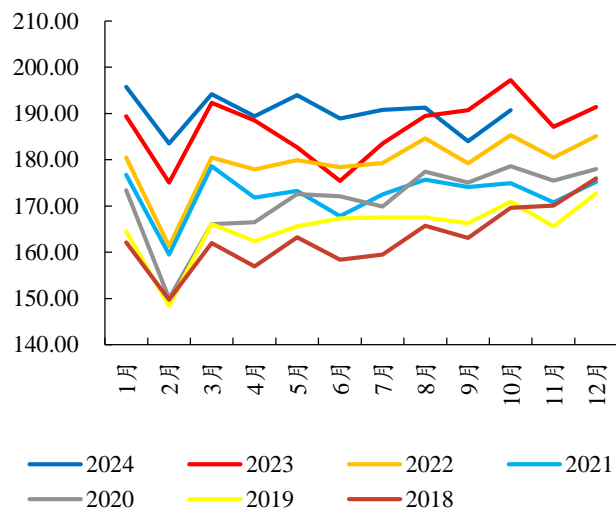
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15: 2024年10月全球精炼铜产量同比下降1.92%(万吨)



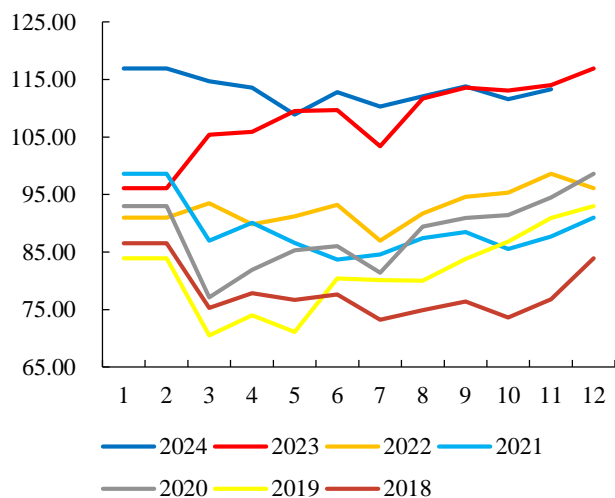
数据来源: ICSG、开源证券研究所

图16: 2024年10月全球原生铜产量同比下降3.30%(万吨)



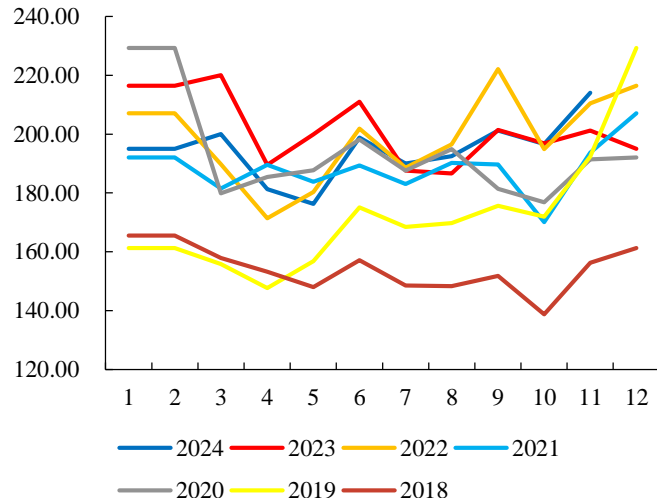
数据来源: ICSG、开源证券研究所

图17: 2024年11月国内精炼铜产量同比下降0.61%(万吨)



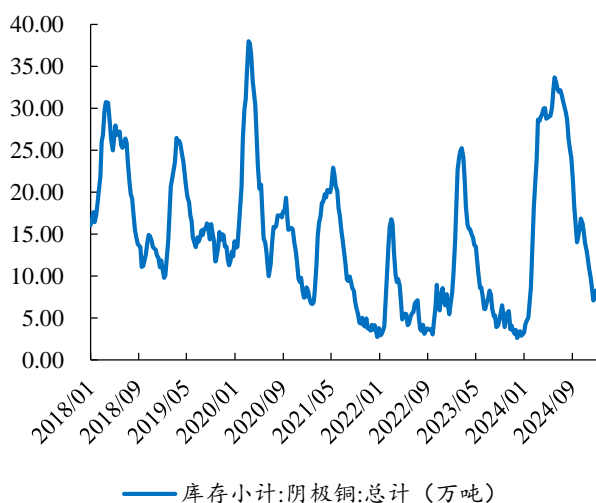
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图18: 2024年11月国内铜材产量同比增加6.38%(万吨)



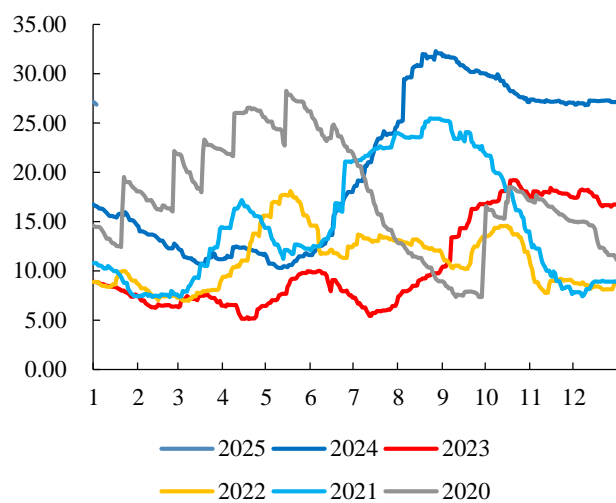
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图19: 2024年12月国内阴极铜库存均值低于10万吨



数据来源: Wind、开源证券研究所

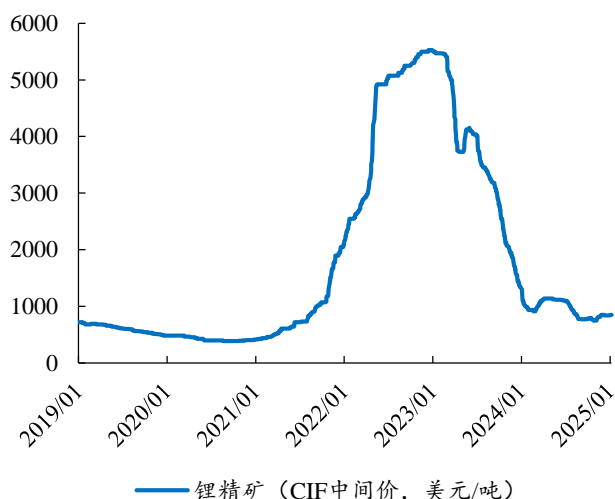
图20: 2024年12月LME铜库存处于近五年高位(万吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

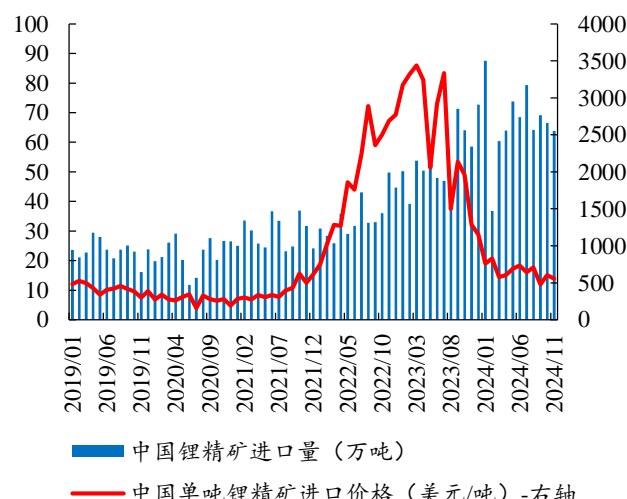
2.3、锂: 海外供应增减并存, 阶段性供需错配扰动锂价

图21: 截至2025年1月6日, 锂精矿报价850美元/吨



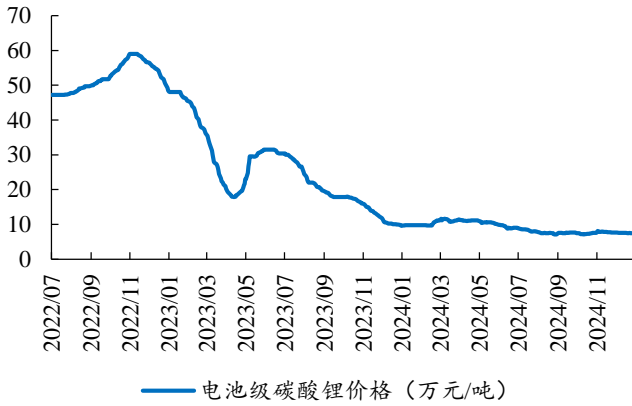
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图22: 2024年11月中国锂精矿进口约64万吨(实物量)



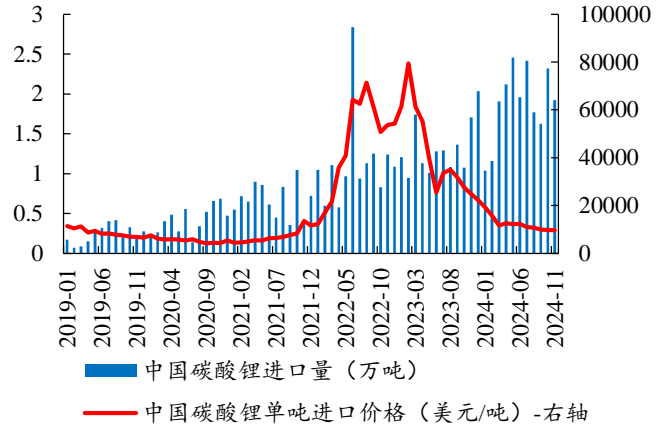
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图23: 截至 2025 年 1 月 6 日, 电碳报价 7.5 万元/吨



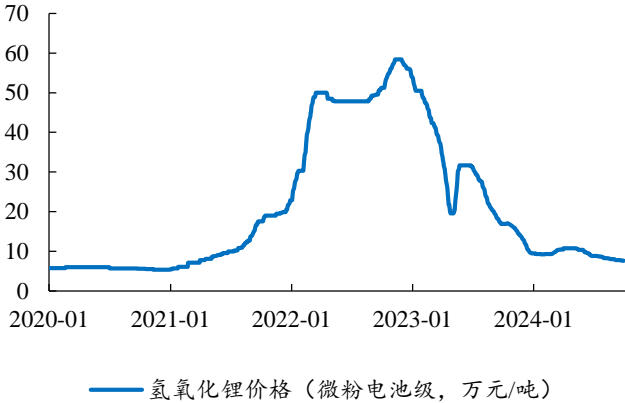
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图24: 2024 年 11 月中国碳酸锂进口约 1.9 万吨



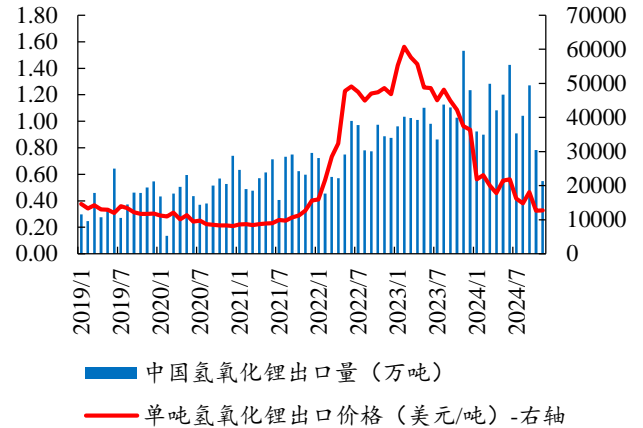
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图25: 截至 2025 年 1 月 6 日, 电氢报价 7.6 万元/吨



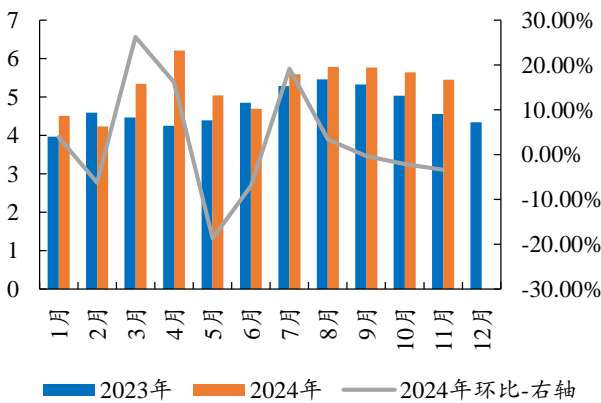
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图26: 2024 年 11 月中国氢氧化锂出口约 0.55 万吨



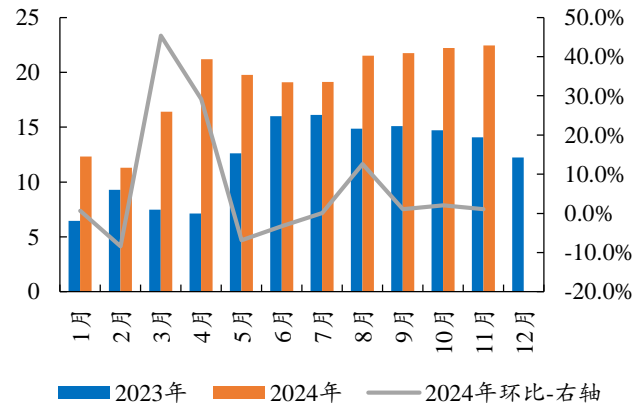
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图27: 2024 年 11 月三元材料排产环比-3.4% (万吨)



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

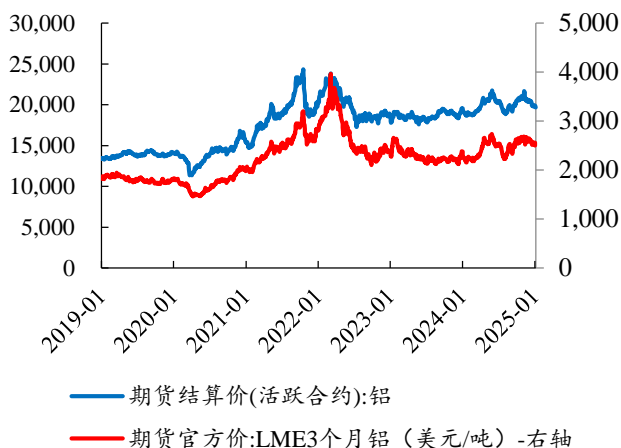
图28: 2024 年 11 月磷酸铁锂排产环比+1.1% (万吨)



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

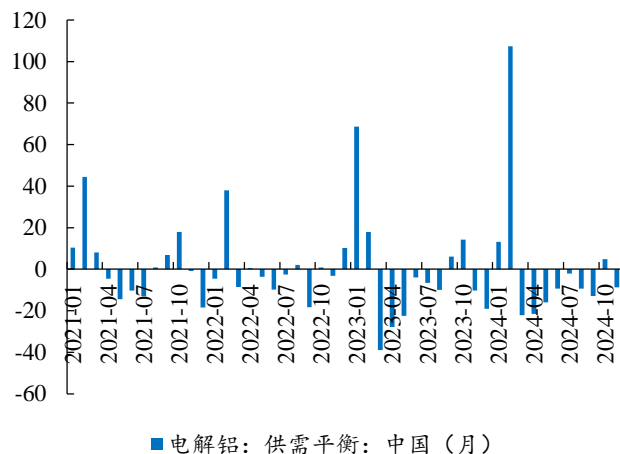
2.4、铝：氧化铝基本面边际走弱，铝价受成本端塌陷影响短期承压

图29：2024年12月下旬起内外盘电解铝价格承压



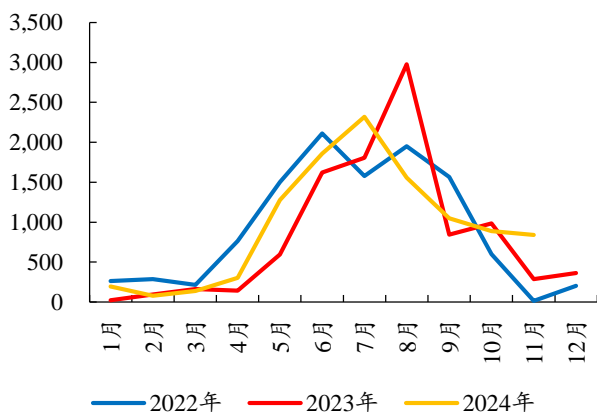
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2024年11月中国电解铝供给短缺8.7万吨(万吨)



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

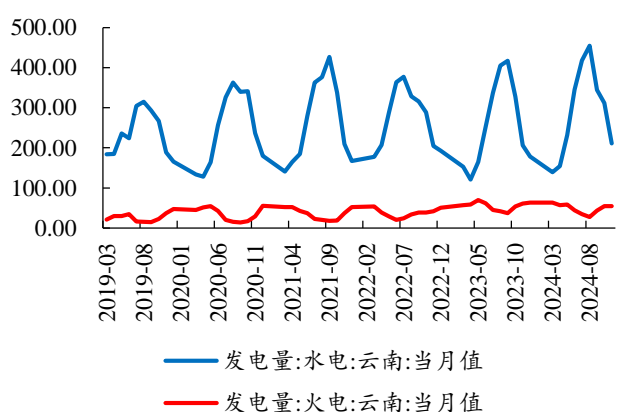
图31：云南省2024年11月降水量同比改善明显(单位：毫米)



数据来源：Wind、开源证券研究所

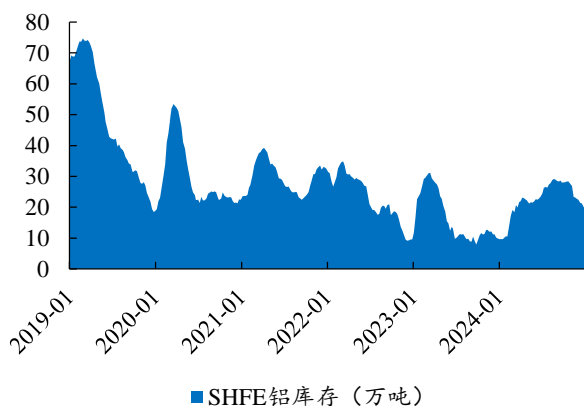
注：为云南省11个市降雨量合计值

图32：2024年11月云南省水电211亿度,月度环比-32%(亿度)



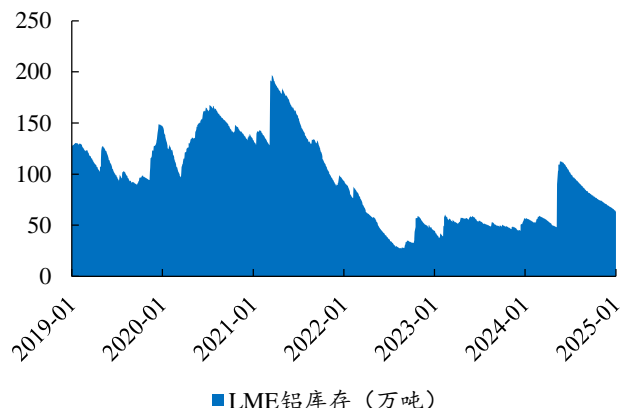
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33: 截至 2025 年 1 月 3 日, 沪铝库存约 19 万吨



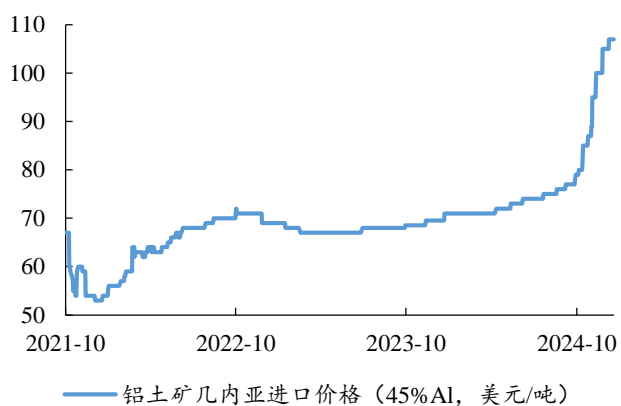
数据来源: Wind、开源证券研究所

图34: 截至 2025 年 1 月 2 日, LME 铝库存约 63 万吨



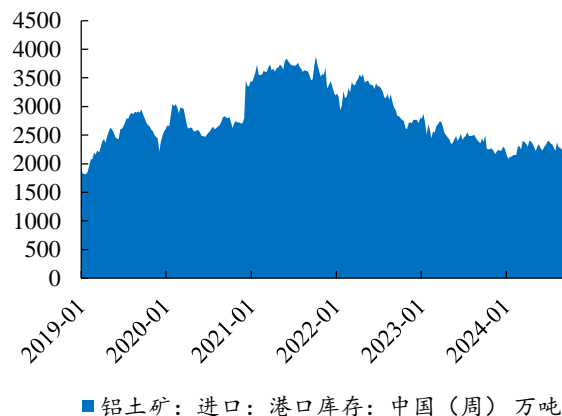
数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 铝土矿几内亚进口价格高涨



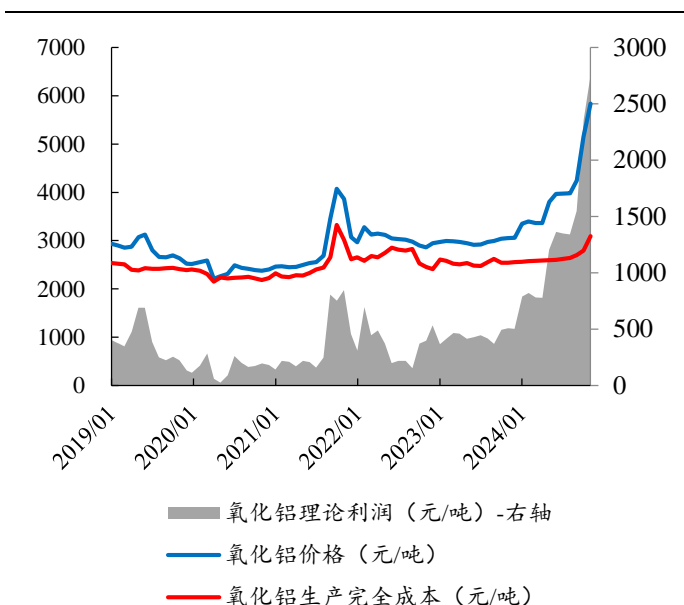
数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图36: 中国港口铝土矿库存水平处于低位



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

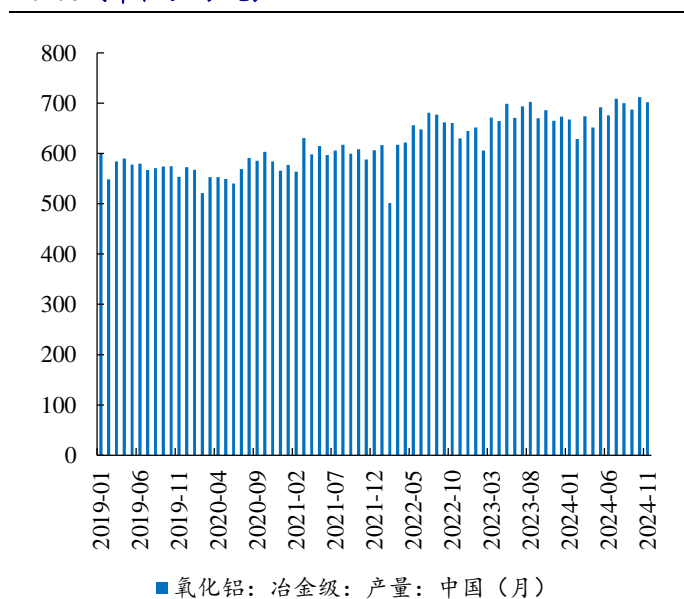
图37：2024年11月氧化铝单吨理论利润继续走扩



数据来源：MySteel、开源证券研究所

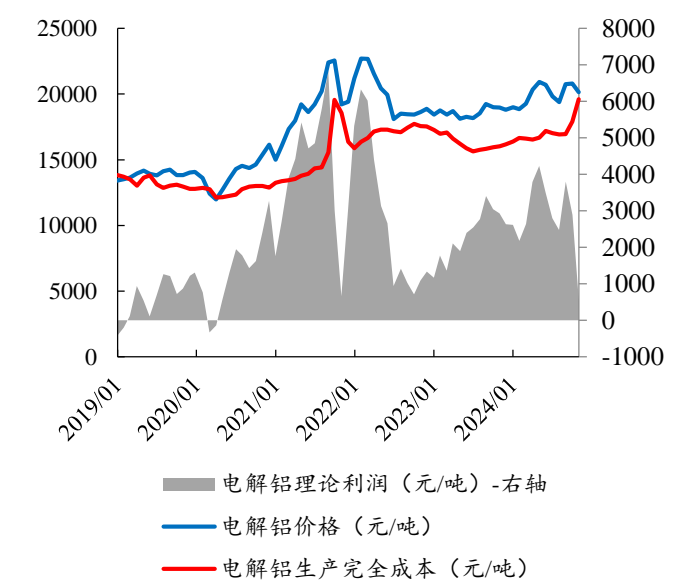
注：单吨理论利润=价格-完全成本

图38：2024年11月中国氧化铝产量701.8万吨，环比-1.4%（单位：万吨）



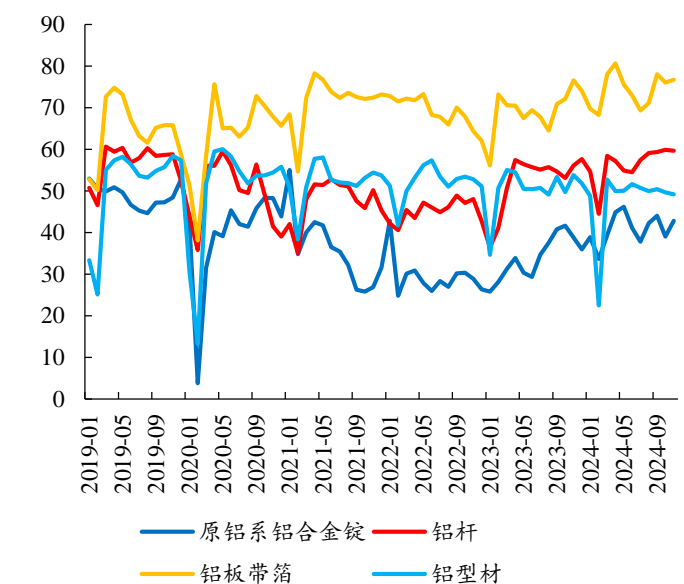
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图39：2024年11月电解铝单吨理论利润走弱



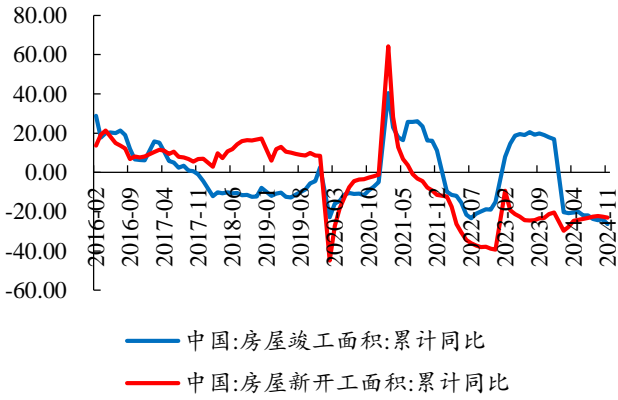
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图40：2024年11月铝产品开工率稳定（%）



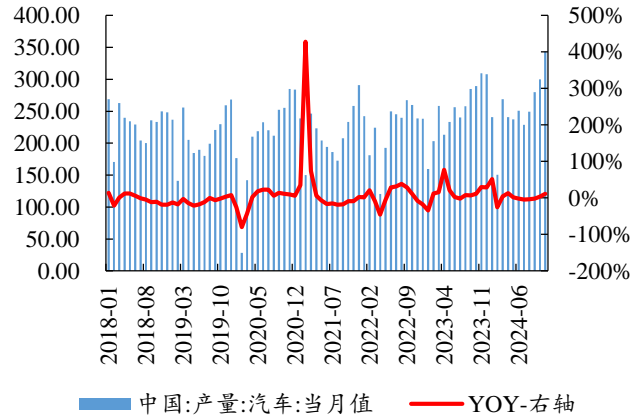
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图41: 2024年1~11月中国房屋竣工面积累计同比-26.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图42: 2024年11月中国汽车产量同比+11% (万辆)



数据来源: Wind、开源证券研究所

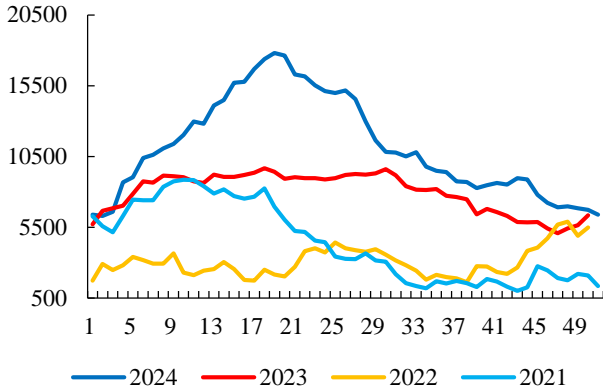
2.5、锡：缅甸生产尚未恢复，矿端持续紧张

图43: LME 锡价走势与半导体销售额同比增速高度相关



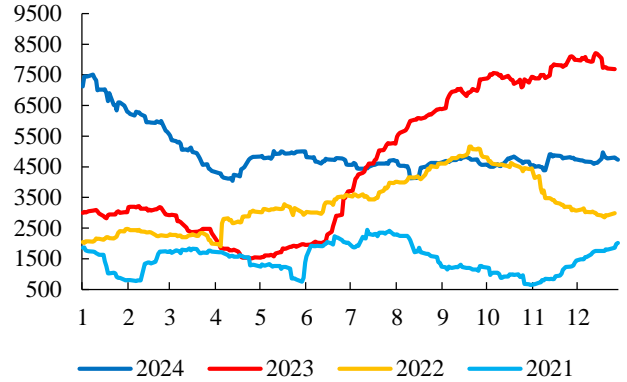
数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: 上海期交所锡锭库存去库顺畅(吨)



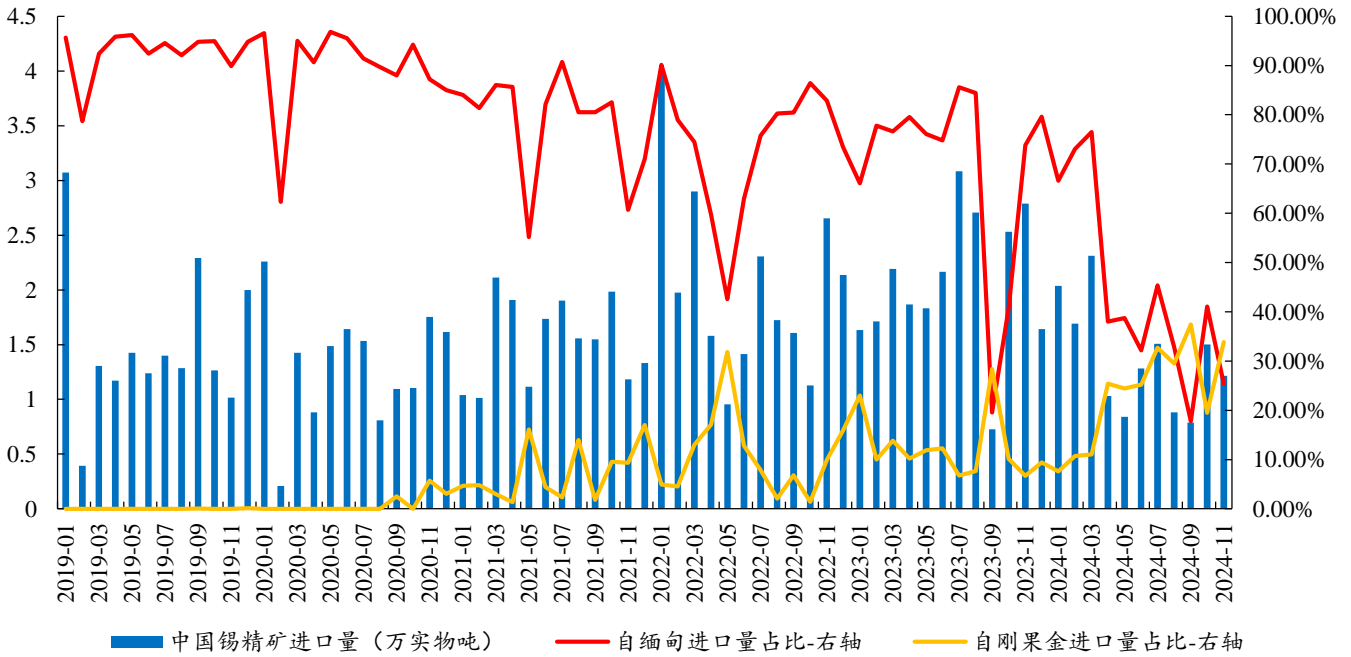
数据来源: Wind、开源证券研究所

图45: LME 锡库存震荡(吨)



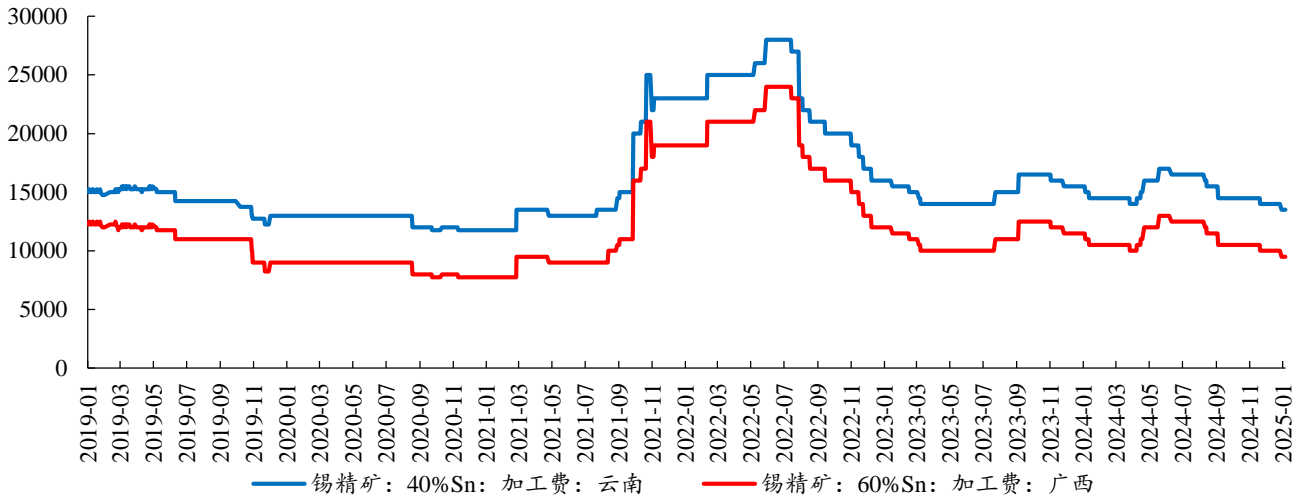
数据来源: Wind、开源证券研究所

图46: 缅甸锡精矿进口量维持低位



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

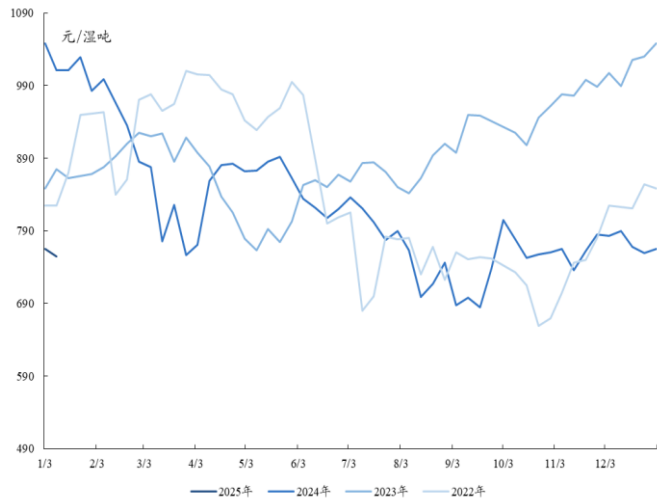
图47：锡精矿加工费水平较低（元/吨）



数据来源：MySteel、开源证券研究所

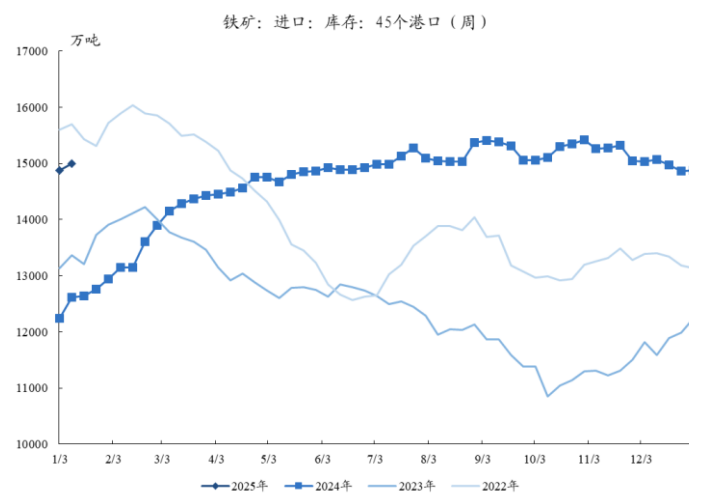
2.6、铁矿石：冬储接近尾声，铁水或将承压

图48：截至 01/10 当周，PB 粉价格为 764 元/吨，同比 -24.43%



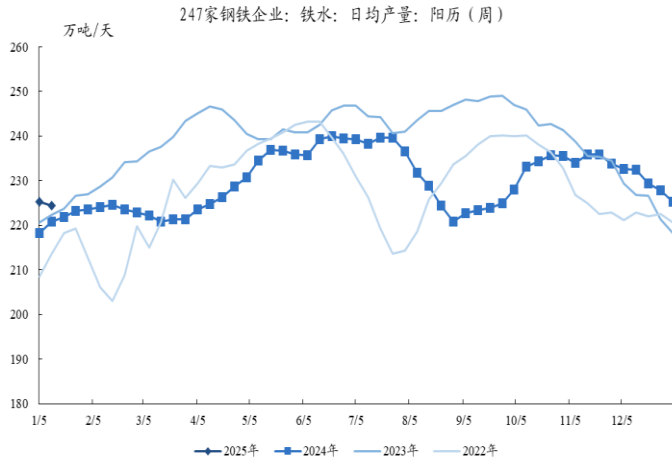
数据来源：MySteel、开源证券研究所

图49：截至 01/10 当周，铁矿：进口：库存：45 个港口（周）为 15002.96 万吨，同比+18.87%



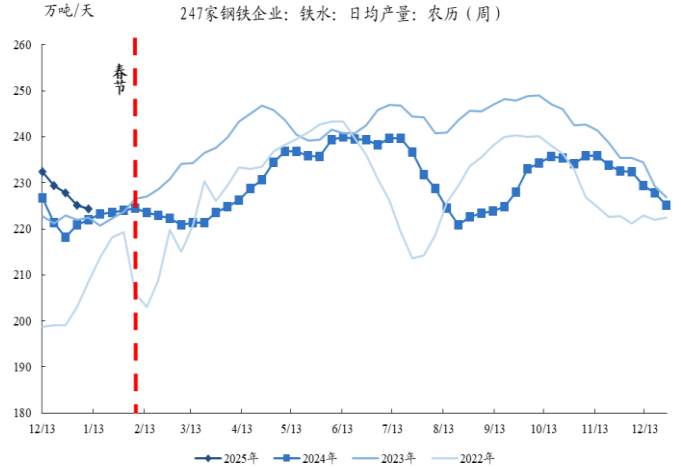
数据来源：MySteel、开源证券研究所

图50: 截至 01/10 当周, 247 家钢铁企业: 铁水: 日均产量: 阳历 (周) 为 224.37 万吨, 同比+1.62%



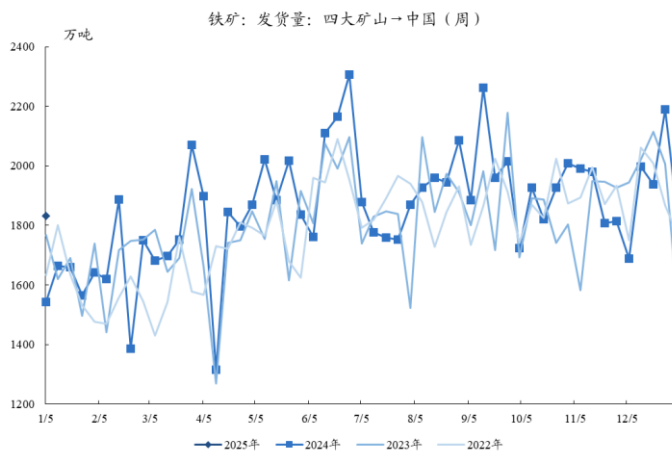
数据来源: MySteel、开源证券研究所

图51: 截至 01/10 当周, 247 家钢铁企业: 铁水: 日均产量: 农历 (周) 为 224.37 万吨, 同比+1.11%



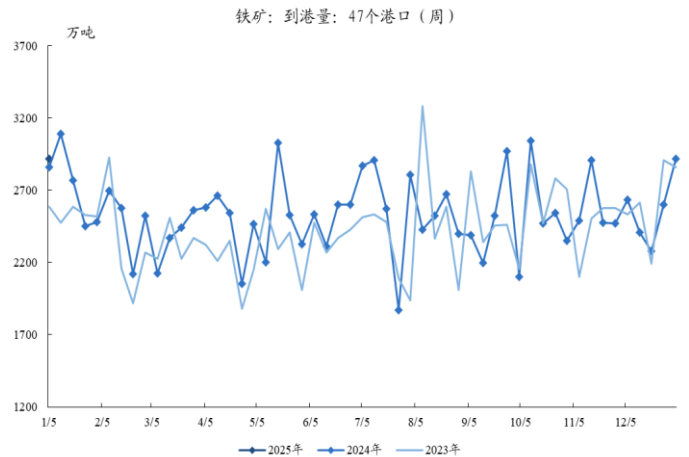
数据来源: MySteel、开源证券研究所

图52: 截至 01/03 当周, 四大矿山发运量总和为 1831.7 万吨, 同比+18.72%



数据来源: MySteel、开源证券研究所

图53: 截至 01/03 当周, 铁矿: 到港量: 47 个港口 (周) 为 2919.1 万吨, 同比+2.07%

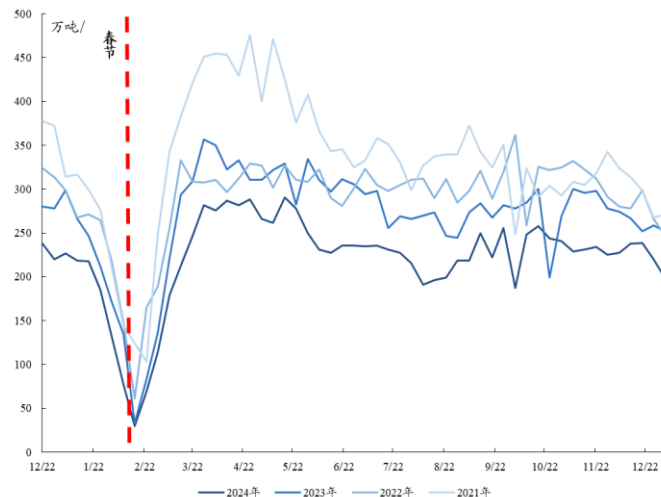
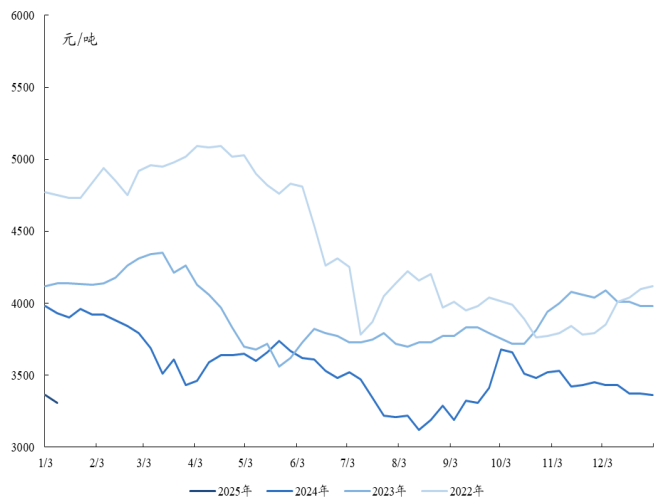


数据来源: MySteel、开源证券研究所

2.7、钢材：淡季来临，成材面临累库风险

图54：截至 01/10 当周，螺纹钢现货价格为 3310 万吨，同比-15.78%，环比-1.49%

图55：截至 01/10 当周，螺纹钢需求（农历）为 190.05 万吨，同比-20.14%，环比-3.66%

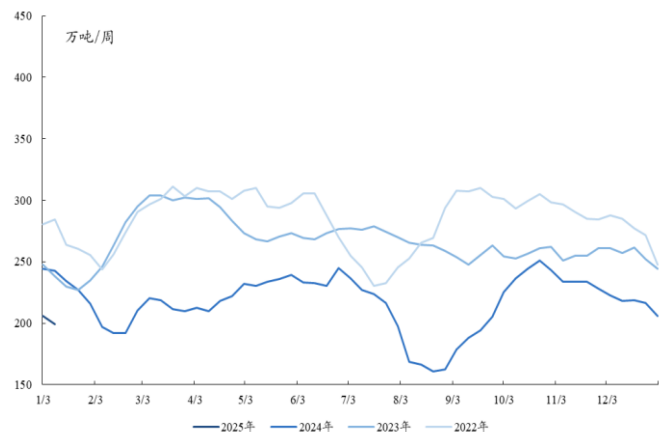
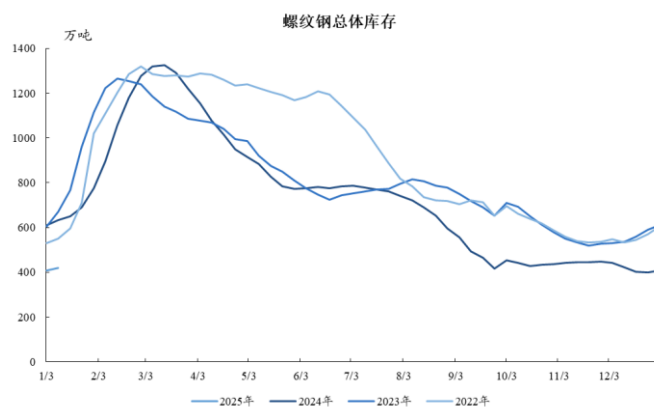


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图56：截至 01/10 当周，螺纹钢总体库存为 417.85 万吨，同比-33.94%，环比+2.29%

图57：截至 01/10 当周，螺纹钢产量为 199.41 万吨，同比-17.74%，环比-15.63%



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

数据来源：Mysteel、开源证券研究所

3、风险提示

- (1) 全球新能源汽车、储能、光伏装机、半导体需求不及预期，各品种下游需求不及预期可能会导致价格下跌。
- (2) 地产开工和竣工面积不及预期，地产开工影响钢铁需求，竣工对铜铝需求有一定影响；
- (3) 各矿山项目进展超预期，各品种相关矿山进展超预期会加剧供给侧释放，

进而影响品种价格；

(4) 地缘政治风险，印尼、阿根廷、非洲等地区海外矿山丰富，地缘政治问题可能会导致市场波动。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn