



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：金属逆季节性去库，重视旺季前布局机遇

行情综述&投资建议

本周(2025.1.13-2025.1.17)A股上涨，沪深300指数涨2.14%，有色金属涨4.47%。闽发铝业、新威凌、鹏欣资源涨幅领先。

铜：本周LME铜价+1.19%至9181.50美元/吨，沪铜价+1.69%至7.65万元/吨。全球铜去库0.38万吨至47.57万吨，其中LME+COMEX去库0.41万吨至34.73万吨，国内社库+保税区累库0.03万吨至12.84万吨。供应端，2024年，中国累计进口铜精矿及其矿砂2811.4万吨，同比增长2.1%；Cochilco发布报告称2024年智利铜产量占全球的23.6%，到2034年智利将把铜产量提高至554万吨。本周进口铜精矿零单TC为3.13美元/吨，环比-1.23美元/吨。冶炼端，据SMM，本周铜精矿市场交易活跃，国内冶炼厂寻货积极，现货需求使加工费继续下跌。本周COMEX与LME铜价价差仍高，引得部分贸易商将LME货源发至北美。消费端，据SMM，本周精铜杆开工率超预期下滑至70.46%，环比下滑5.9个百分点，主因春节临近叠加铜价高企，下游市场疲软，订单受抑；本周铜线缆开工率60.94%，环比下降8.37个百分点，主因终端下单减弱明显，行业内多数企业已陆续进入放假模式。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铝价+4.36%至2680.50美元/吨，沪铝价+1.61%至2.05万元/吨。全球铝去库0.84万吨至131.85万吨，其中LME去库1.25万吨至60.94万吨，国内铝锭+铝棒累库0.41万吨至70.91万吨。供应端，力拓2024年铝土矿产量达5870万吨，同比增长7%，2025年预计产量5700-5900万吨。据SMM，本周内没有企业传出减产的消息，其他企业尚无复产计划，主因企业当前仍处于亏损状态，积极性不高。成本端，氧化铝成本下移但现货价重心下移较慢，市场对高价氧化铝接货意愿降低，此外西南地区电费居高不下，相关企业亏损依旧较大，受此影响，截止本周四，国内电解铝即时完全平均成本约19,584元/吨，较上周四下跌1368元/吨。需求端，据SMM，本周铝下游开工率57.4%，较上周跌2.9个百分点。随淡季深入，下游将进入集中假期周期，当前铝加工行业开工率跌势扩大，整体需求走弱明显。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张。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金价+0.83%至2740美元/盎司，美债10年期TIPS下降12个基点至2.20%。SPDR黄金持仓增加2.30吨至879.12吨。本周金价持续走高，主因是降息预期回暖导致美元走弱：（1）本周二美国12月PPI数据披露，环比上涨0.2%，稍显疲软，低于市场预期的0.3%。（2）本周三美国核心CPI披露，同比上涨3.2%，低于市场预期的3.3%，数月来首次回落，市场对美联储进一步降息的预期回暖。（3）本周五美国最高法院裁定支持政府对TikTok的强迫出售令，引发市场对中美关系紧张的担忧，增加黄金避险需求。（4）本周五俄罗斯与伊朗在莫斯科签署全面战略合作伙伴关系条约，计划建立一个独立于第三国的支付系统，可能会减少两国对美元的依赖，从而影响美元强势。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
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



一、行情综述&投资建议

1.1 本周观点&建议关注标的

工业金属景气度跟踪：拐点向上。工业金属随即将步入国内消费淡季，但节前维持补库去库节奏，超季节性去库及金融属性压制有所缓解，工业金属步入价格向上拐点。

贵金属景气度跟踪：高景气维持。黄金价格维持高位，沪金受人民币贬值影响价格持续新高。美联储降息周期维持，金价维持高位。

铜：本周 LME 铜价+1.19%至 9181.50 美元/吨，沪铜价+1.69%至 7.65 万元/吨。全球铜去库 0.38 万吨至 47.57 万吨，其中 LME+COMEX 去库 0.41 万吨至 34.73 万吨，国内社库+保税区累库 0.03 万吨至 12.84 万吨。供应端，2024 年，中国累计进口铜精矿及其矿砂 2811.4 万吨，同比增长 2.1%；Cochilco 发布报告称 2024 年智利铜产量占全球的 23.6%，到 2034 年智利将把铜产量提高至 554 万吨。本周进口铜精矿零单 TC 为 3.13 美元/吨，环比-1.23 美元/吨。冶炼端，据 SMM，本周铜精矿市场交易活跃，国内冶炼厂寻货积极，现货需求使加工费继续下跌。本周 COMEX 与 LME 铜价价差仍高，引得部分贸易商将 LME 货源发至北美。消费端，据 SMM，本周精铜杆开工率超预期下滑至 70.46%，环比下滑 5.9 个百分点，主因春节临近叠加铜价高企，下游市场疲软，订单受抑；本周铜线缆开工率 60.94%，环比下降 8.37 个百分点，主因终端下单减弱明显，行业内多数企业已陆续进入放假模式。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 铝价+4.36%至 2680.50 美元/吨，沪铝价+1.61%至 2.05 万元/吨。全球铝去库 0.84 万吨至 131.85 万吨，其中 LME 去库 1.25 万吨至 60.94 万吨，国内铝锭+铝棒累库 0.41 万吨至 70.91 万吨。供应端，力拓 2024 年铝土矿产量达 5870 万吨，同比增长 7%，2025 年预计产量 5700-5900 万吨。据 SMM，本周内没有企业传出减产的消息，其他企业尚无复产计划，主因企业当前仍处于亏损状态，积极性不高。成本端，氧化铝成本下移但现货价重心下移较慢，市场对高价氧化铝接货意愿降低，此外西南地区电费居高不下，相关企业亏损依旧较大，受此影响，截止本周四，国内电解铝即时完全平均成本约 19,584 元/吨，较上周四下跌 1368 元/吨。需求端，据 SMM，本周铝下游开工率 57.4%，较上周跌 2.9 个百分点。随淡季深入，下游将进入集中假期周期，当前铝加工行业开工率跌势扩大，整体需求走弱明显。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张。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。

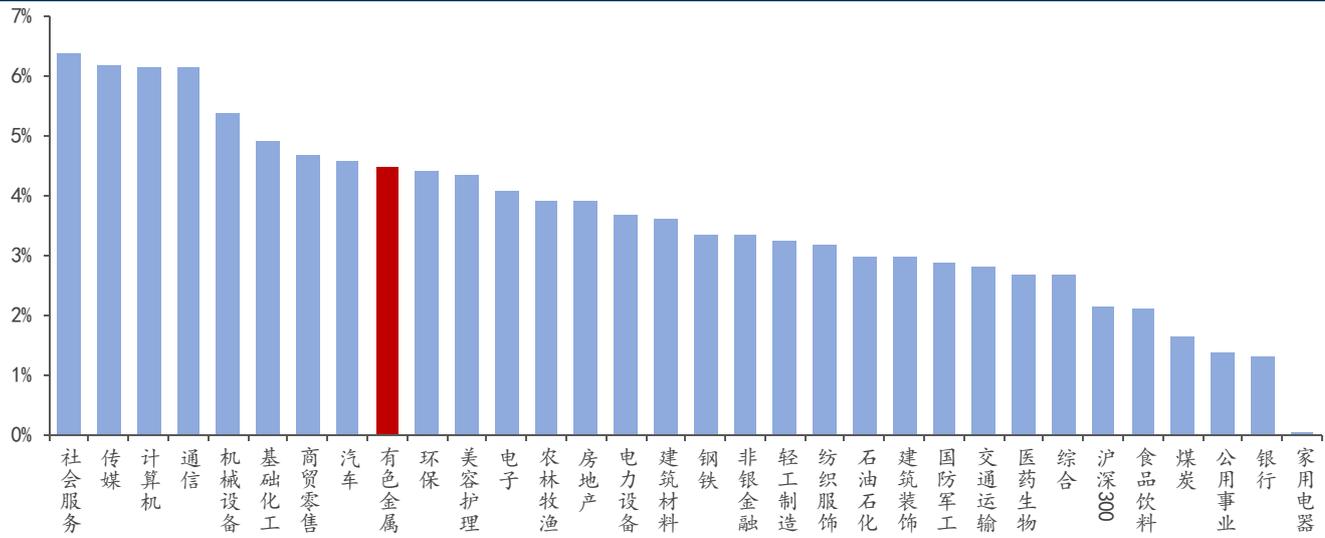
金：本周 COMEX 金价+0.83%至 2740 美元/盎司，美债 10 年期 TIPS 下降 12 个基点至 2.20%。SPDR 黄金持仓增加 2.30 吨至 879.12 吨。本周金价持续走高，主因是降息预期回暖导致美元走弱：(1) 本周二美国 12 月 PPI 数据披露，环比上涨 0.2%，稍显疲软，低于市场预期的 0.3%。(2) 本周三美国核心 CPI 披露，环比上涨 3.2%，低于市场预期的 3.3%，数月来首次回落，市场对美联储进一步降息的预期回暖。(3) 本周五美国最高法院裁定支持政府对 TikTok 的强迫出售令，引发市场对中美关系紧张的担忧，增加黄金避险需求。(4) 本周五俄罗斯与伊朗在莫斯科签署全面战略伙伴关系条约，计划建立一个独立于第三国的支付系统，可能会减少两国对美元的依赖，从而影响美元强势。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(2025.1.13-2025.1.17)A股上涨，沪深300指数涨2.14%，有色金属涨4.47%。闽发铝业、新威凌、鹏欣资源涨幅领先。

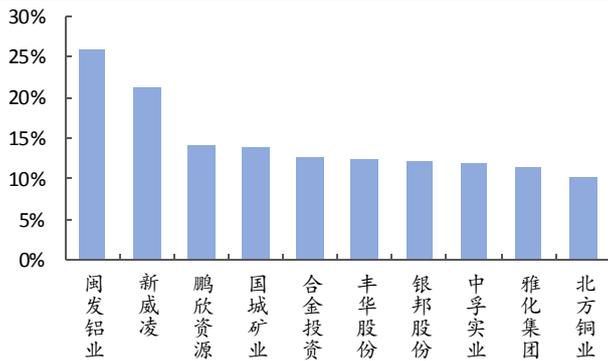


图表1: 各行业指数表现



来源: iFinD, 国金证券研究所

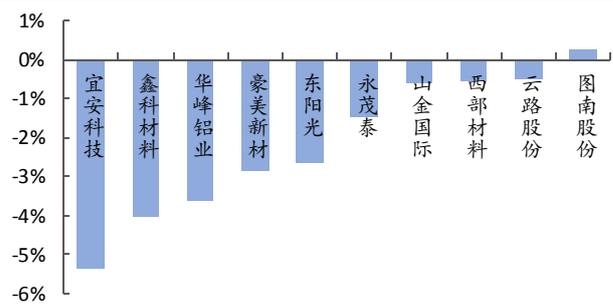
图表2: 本周涨幅前十股票



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	2025/1/17	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
铜	LME	美元/吨	9,182	1.19%	1.51%	-4.61%	9.04%
	SHFE	元/吨	76,540	1.69%	3.53%	-0.57%	12.38%
铝	LME	美元/吨	2,681	4.36%	5.91%	2.56%	20.09%
	SHFE	元/吨	20,470	1.61%	2.74%	-0.82%	9.61%
锌	LME	美元/吨	2,945	2.86%	-1.88%	-4.69%	16.57%
	SHFE	元/吨	24,225	0.33%	-4.02%	-3.27%	15.99%
铅	LME	美元/吨	1,966	-0.78%	-0.88%	-5.00%	-9.21%
	SHFE	元/吨	16,655	0.33%	-3.70%	-0.63%	-0.18%
锡	LME	美元/吨	29,850	-0.43%	2.82%	-4.61%	14.15%
	SHFE	元/吨	249,900	-0.94%	1.74%	-3.20%	14.64%

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	2025/1/17	库存变化			
				7天	30天	90天	360天
铜	LME	万吨	26.01	-0.43	-1.23	-2.21	10.05
	COMEX	万吨	8.72	0.02	0.24	1.42	6.69
	SHFE	万吨	10.81	0.24	0.50	-11.13	2.73
铝	LME	万吨	60.94	-1.25	-5.82	-14.85	5.17
	国内社会库存	万吨	44.00	-1.90	-11.10	-19.80	-1.60
锌	LME	万吨	20.14	-1.27	-5.91	-3.58	-0.28
	国内社会库存	万吨	5.88	0.08	-3.06	-6.71	-1.74
铅	LME	万吨	23.44	0.86	-2.09	3.99	12.18
	SHFE	万吨	4.35	-0.14	-0.87	-1.27	-1.46
锡	LME	万吨	0.47	-0.01	0.00	-0.01	-0.24
	SHFE	万吨	0.64	0.01	-0.06	-0.21	0.01

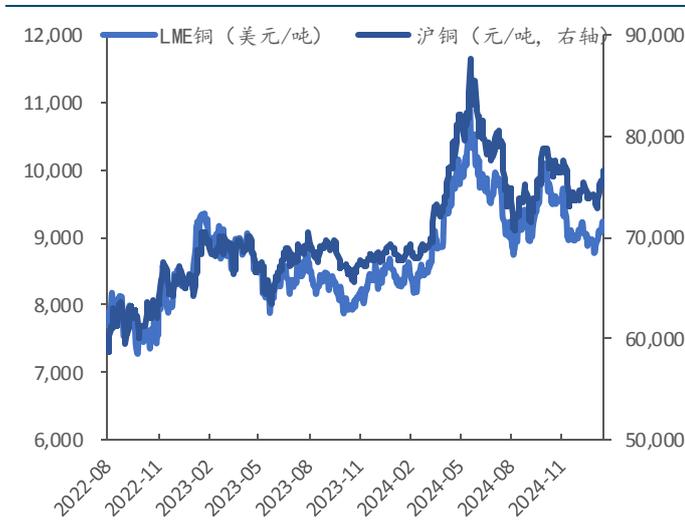
来源: iFind, 国金证券研究所

二、各品种基本面

2.1 铜

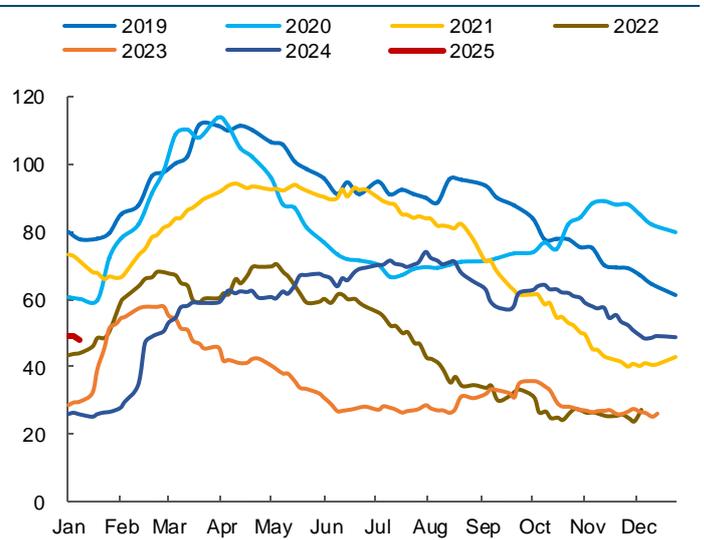
本周 LME 铜价+1.19%至 9181.50 美元/吨, 沪铜价+1.69%至 7.65 万元/吨。全球铜去库 0.43 万吨至 47.53 万吨。铜 TC 下降 1.23 美元/吨至 3.13 美元/吨。LME 期货 0-3 贴水减少 8.47 美元/吨至-108.11 美元/吨, LME 期货 3-15 贴水增加 2.15 美元/吨至-243.85 美元/吨。

图表6: 铜价走势



来源: iFind, 国金证券研究所

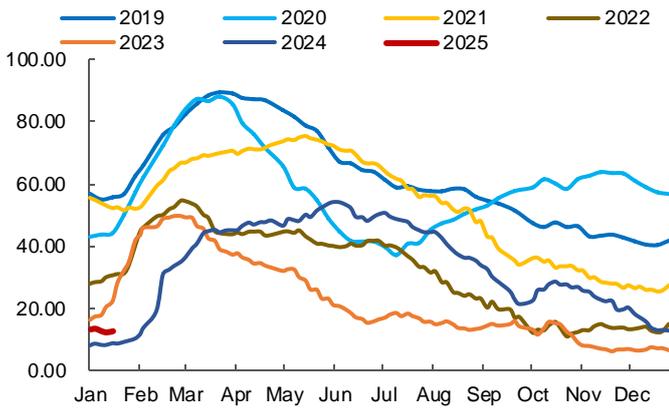
图表7: 全球铜库存 (LME+COMEX+国内社库+保税区) (万吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

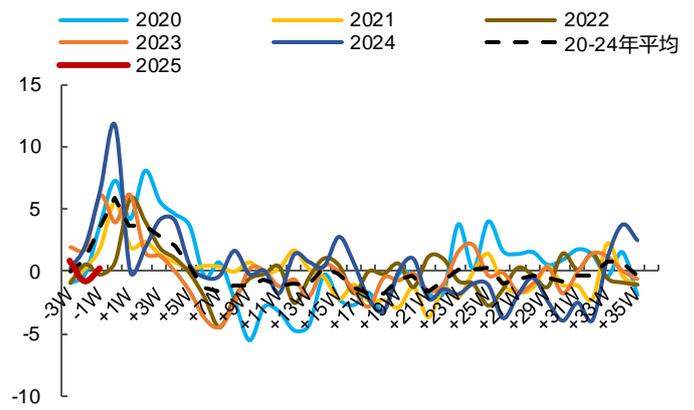


图表8: 国内铜库存(社库+保税区)(万吨)



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)



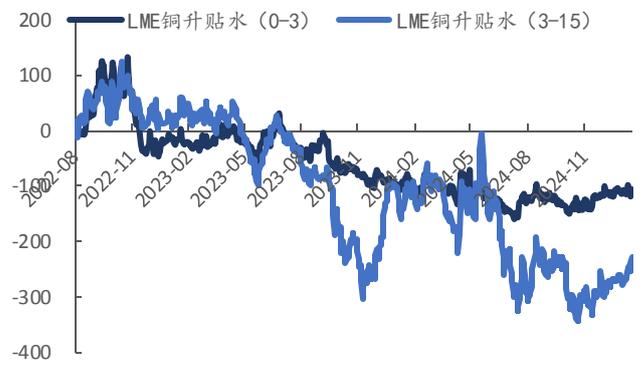
来源: iFinD, 国金证券研究所

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)

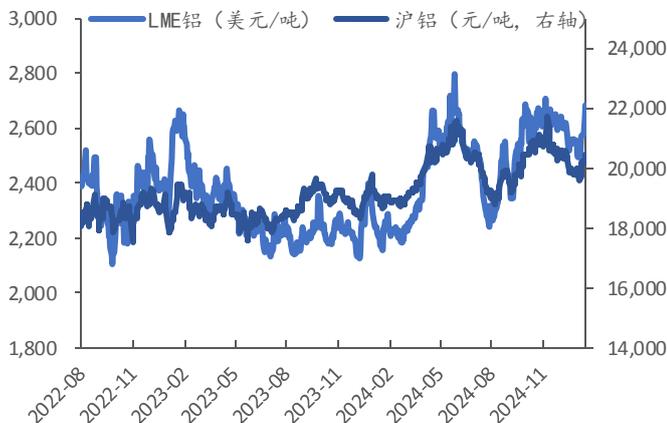


来源: iFinD, 国金证券研究所

2.2 铝

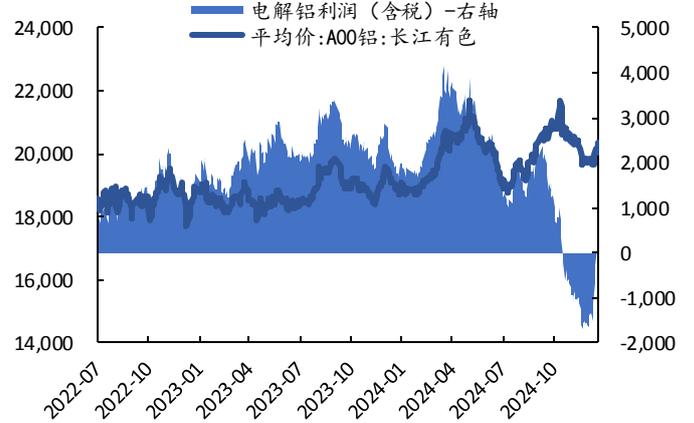
本周 LME 铝+4.36%至 2680.50 美元/吨, 沪铝价+1.61%至 2.05 万元/吨。全球铝去库 0.84 万吨至 131.85 万吨。LME 期货 0-3 贴水增加 7.98 美元/吨至-10.42 美元/吨, LME 期货 3-15 贴水增加 17.23 美元/吨至-12.75 美元/吨。

图表12: 铝价走势



来源: iFinD, 国金证券研究所

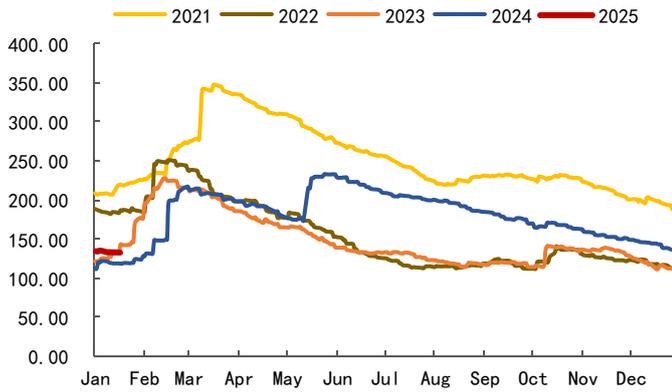
图表13: 吨铝利润(元/吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

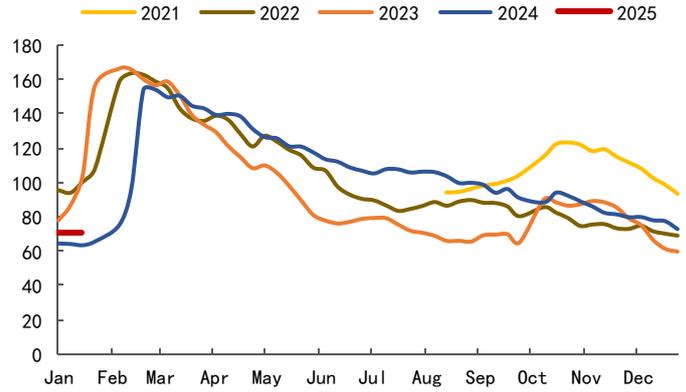


图表14: 全球铝库存 (LME+国内铝锭+铝棒) (万吨)



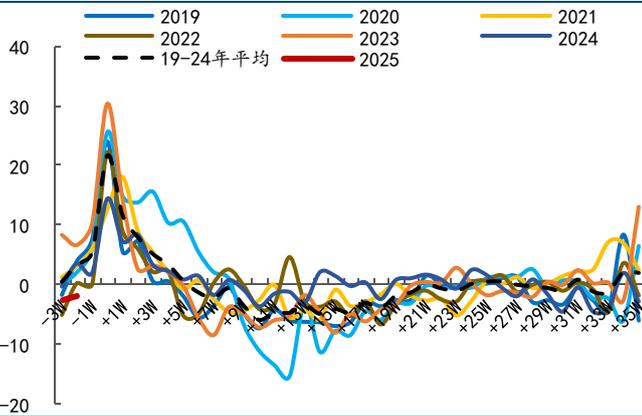
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表15: 国内铝库存 (铝锭+铝棒) (万吨)



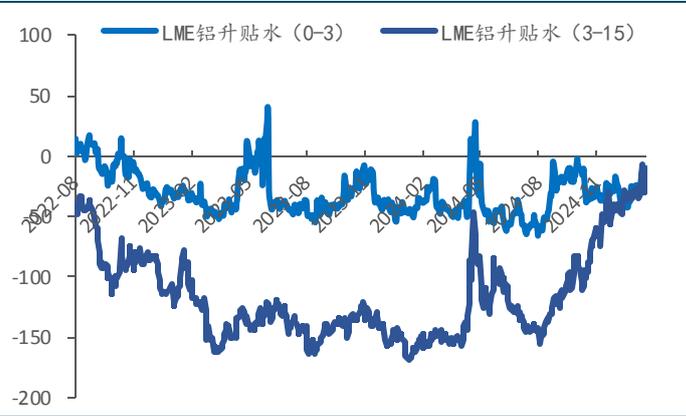
来源: iFinD, 国金证券研究所

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)

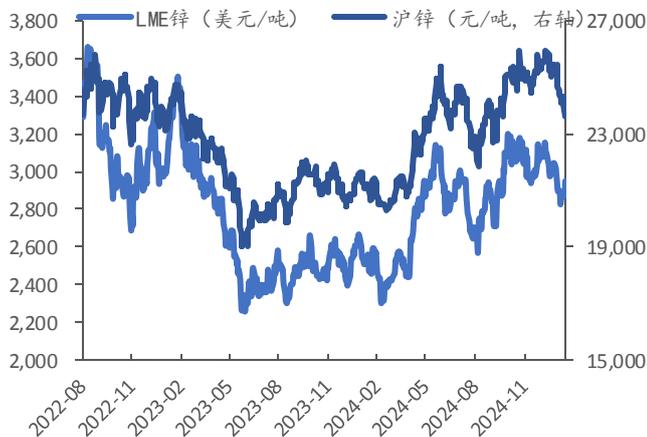


来源: iFinD, 国金证券研究所

2.3 锌

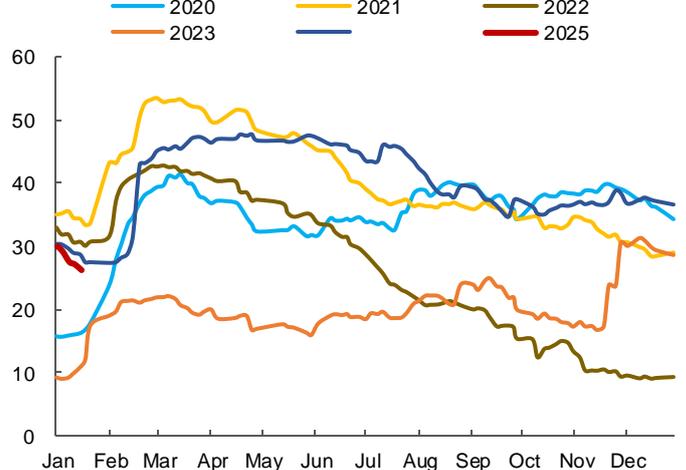
本周 LME 锌+2.86%至 2944.50 美元/吨, 沪锌价格+0.33%至 2.42 万元/吨。LME+国内锌社会库存去库 1.19 万吨至 26.02 万吨。锌精矿进口 TC 价格为-10 美元/干吨, 锌精矿国产 TC 价格为 2150 元/金属吨。LME 期货 0-3 贴水增加 5.61 美元/吨至-38.64 美元/吨, LME 期货 3-15 贴水减少 3.20 美元/吨至-28.95 美元/吨。

图表18: 锌价走势



来源: iFinD, 国金证券研究所

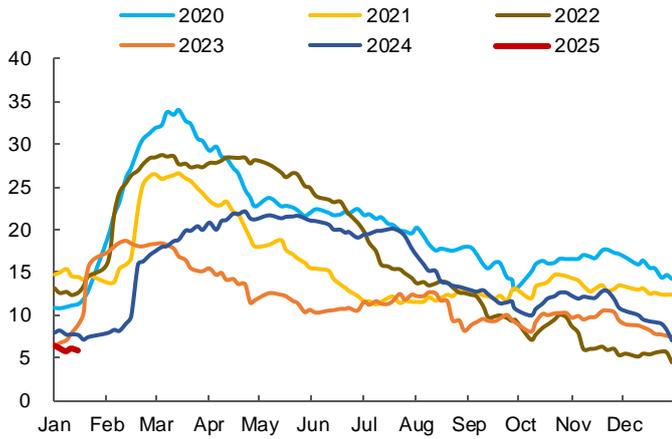
图表19: 全球锌库存 (LME+国内社库) (万吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

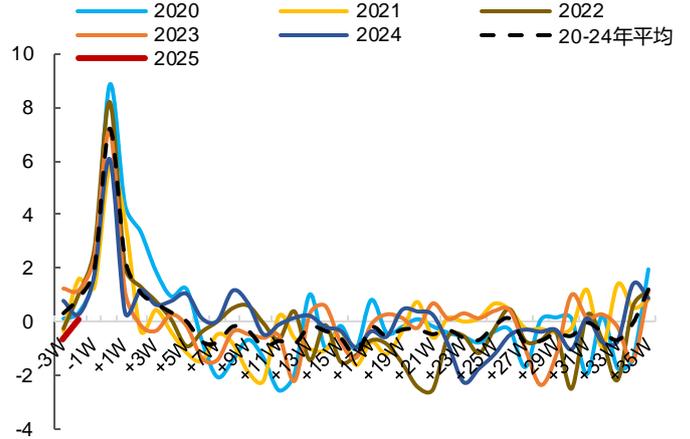


图表20: 国内锌锭社会库存(万吨)



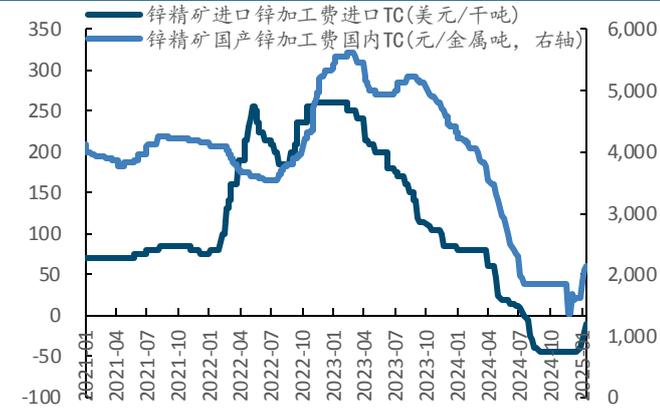
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

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)

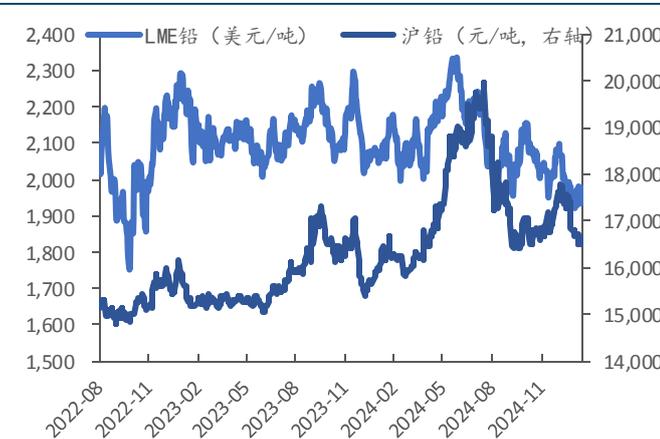


来源: iFinD, 国金证券研究所

2.4 铅

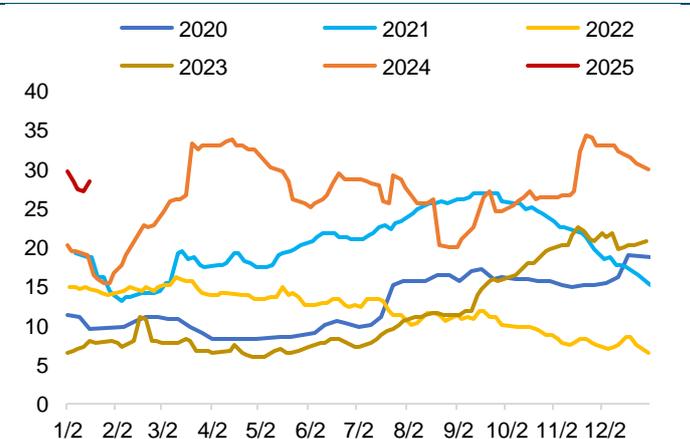
本周 LME 铅价格-0.78%至 1965.50 美元/吨, 沪铅价格+0.33%至 1.67 万元/吨。LME+沪铅库存累库 0.73 万吨至 27.79 万吨。湖南铅精矿加工费维持 650 元/吨, 云南维持 600 元/吨, 河南维持 700 元/吨。LME 铅期货 0-3 贴水增加 3.40 美元/吨至-27.15 元/吨, LME 铅期货 3-15 贴水增加 4.38 美元/吨至-85.23 美元/吨。

图表24: 铅价格走势



来源: iFinD, 国金证券研究所

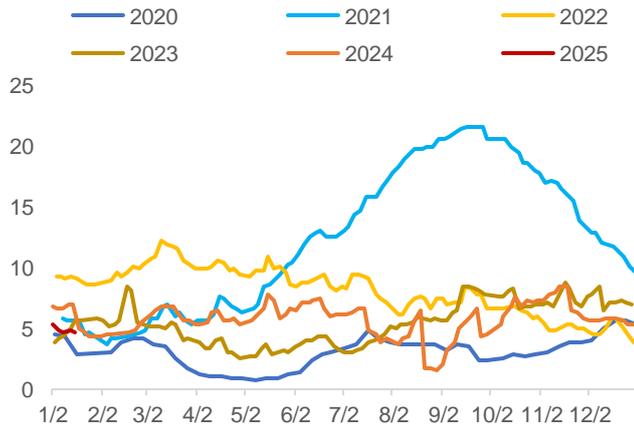
图表25: 全球铅库存(LME+国内社库)(万吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

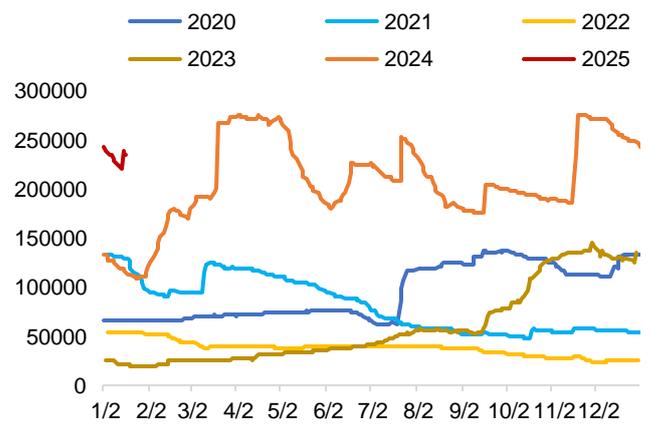


图表26: 国内铅锭社会库存 (万吨)



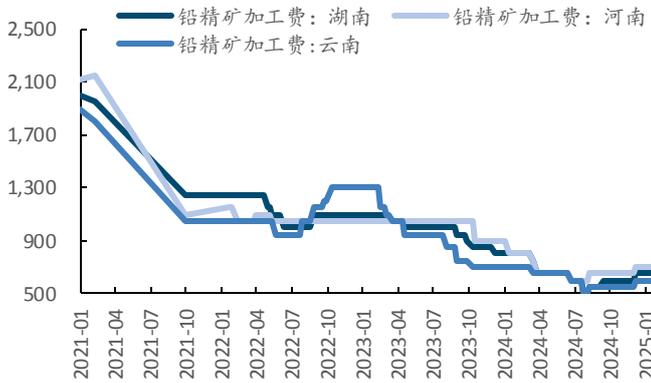
来源: iFind, 国金证券研究所

图表27: LME 铅锭库存 (吨)



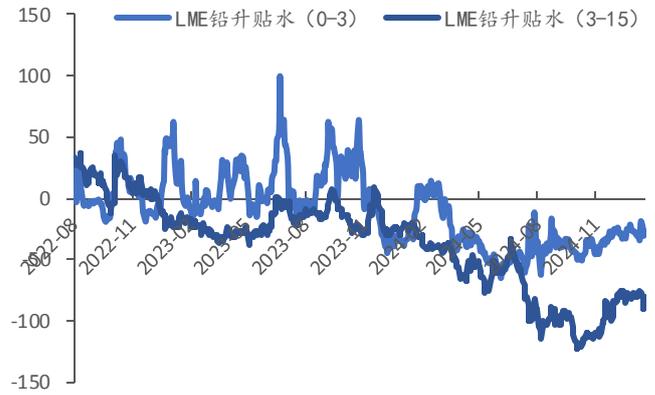
来源: iFind, 国金证券研究所

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)

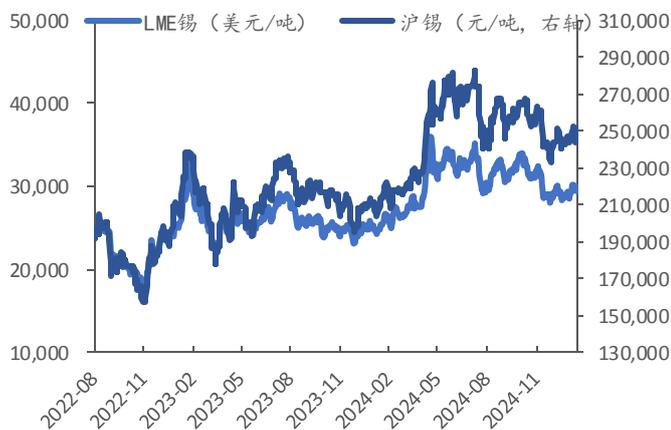


来源: iFind, 国金证券研究所

2.5 锡

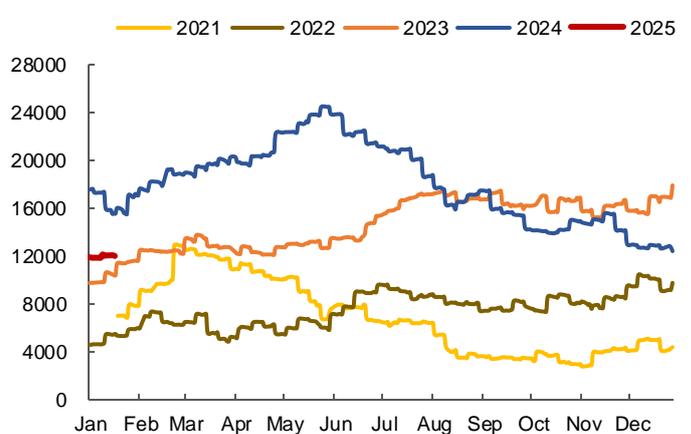
本周 LME 锡价格-0.43%至 29850 美元/吨, 沪锡价格-0.94%至 24.99 万元/吨。LME+沪锡库存维持不变为 1.11 万吨。

图表30: 锡价格走势



来源: iFind, 国金证券研究所

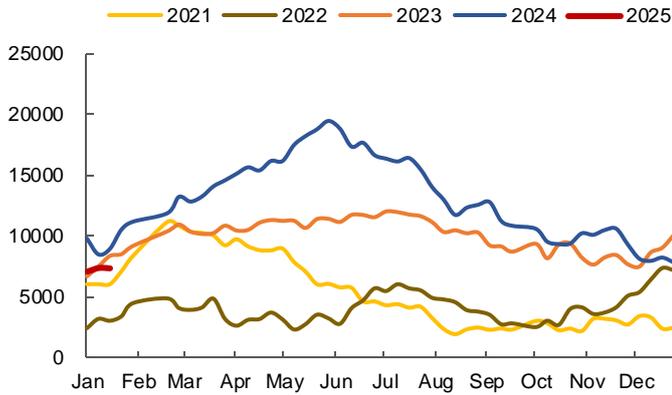
图表31: 全球锡库存 (LME+国内社库) (吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

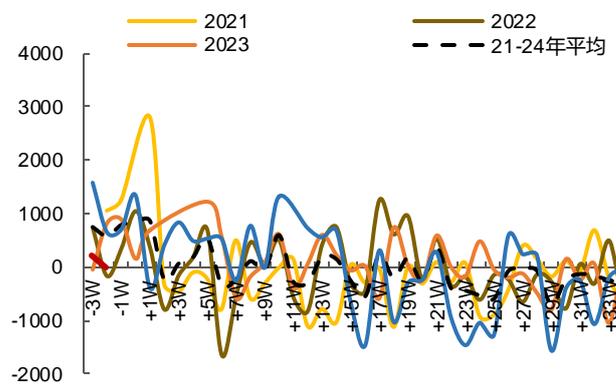


图表32: 国内锡锭社会库存(吨)



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+0.83%至 2740 美元/盎司, 美债 10 年期 TIPS 下降 12 个基点至 2.20%。COMEX 黄金库存增加 218 万金衡盎司到 2458 万金衡盎司; 金银比上升至 88.26; 黄金 ETF 持仓增加至 1273.31 吨。

图表34: 金价&实际利率



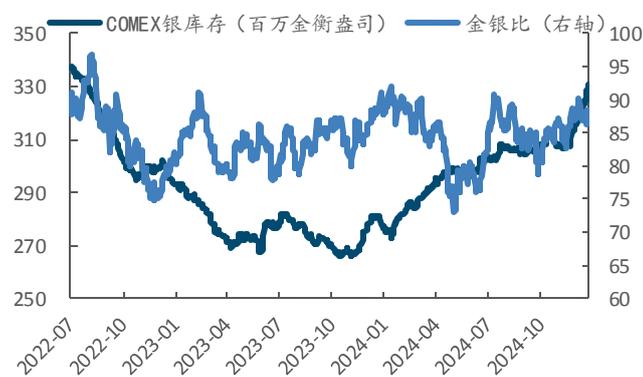
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表35: 黄金库存



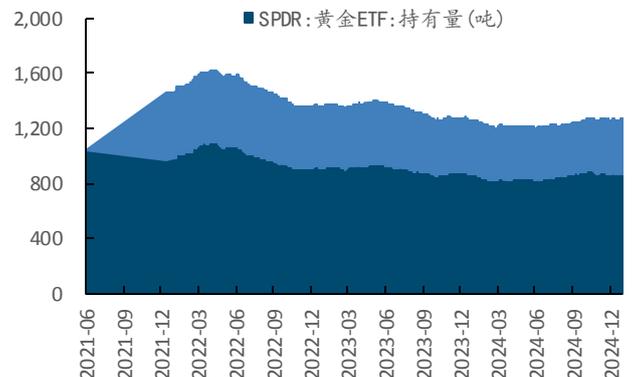
来源: iFinD, 国金证券研究所

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



三、公司重要公告

新疆众和：2025年1月17日，公司发布对外投资暨关联交易公告，拟以全资子公司广西宏泰公司收购特变集团持有的防城港公司67%的股权，交易金额为33,500.00万元。

国城矿业：2025年1月17日，公司发布重大资产重组进展公告，拟通过现金支付和承担债务方式购买国城控股集团持有的内蒙古国城实业不低于60%的股权，交易构成关联交易和重大资产重组，目前交易工作有序进行，相关审计等工作正在开展。

紫金矿业：2025年1月16日，公司发布公告，其全资子公司紫金国际控股拟以35元/股的价格收购藏格创投等主体持有的藏格矿业392,249,869股股份，对应股权比例为24.82%，交易金额13,728,745,415元，交易完成后紫金矿业整体持股比例将达25%，并取得藏格矿业控制权。

北方铜业：2025年1月15日，公司实施向特定对象发行A股股票计划，发行数量为132,260,268股，发行价格7.30元/股，募集资金净额951,238,552.60元，有18名发行对象参与认购，其股份限售期6个月。此次发行使公司股本、资产等结构改变，对业务、治理等方面产生系列影响，各相关机构在过程中各司其职，保障发行顺利推进。

兴业银锡：2025年1月14日，公司发布公告，其于2024年12月20日审议通过以23.88亿元收购赤峰宇邦矿业85%股权的议案，并于2025年1月6日经股东大会审议通过，1月14日完成工商变更登记，宇邦矿业成为其控股子公司并纳入合并报表范围。

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**