



# 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：供给扰动再现，关注铜金比价的修复性机遇

### 行情综述&投资建议

本周(2025.2.5-2025.2.7)A股上涨，沪深300指数涨2.57%，有色金属涨2.34%。万顺新材、中孚实业、和胜股份涨幅领先。

**铜：**本周LME铜价+1.83%至9440.00美元/吨，沪铜价+2.60%至7.73万元/吨。全球铜累库11.26万吨至63.96万吨，其中LME+COMEX去库0.33万吨至33.82万吨，国内社库+保税区累库11.59万吨至30.14万吨。供应端，铜精矿TC现货指数持续回落，矿端供应紧张。据文华财经，智利铜业委员会公布数据显示，2024年全球头号产铜国智利的铜产量增加4.9%到至550万吨。嘉能可20万吨粗炼产能的PASAR铜冶炼厂（菲律宾）现已停产，具体复产时间尚未确定，公司有出售该冶炼厂的潜在意向。据SMM，本周进口铜精矿TC指数跌至-2.7美元/吨。冶炼端，据SMM，随着原料结构的失衡，冶炼厂存在严重的现货采购困难和现货市场价格“踩踏”现象，更有个别贸易商开始将作价期延长至M+6，将使原料业务结算风险施加于买卖双方。消费端，据SMM，节后首周精铜杆开工率为17.75%，较春节期间微增3.11个百分点，同比下滑4.33个百分点，主因下游提货明显不及去年同期；本周铜线缆开工率27.36%，环比下降15.48个百分点，受统计周期影响，较去年同期低23.3个百分点。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+0.15%至2628.00美元/吨，沪铝价+1.90%至2.06万元/吨。全球铝累库15.30万吨至161.23万吨，其中LME去库0.90万吨至56.77万吨，国内铝锭+铝棒累库16.20万吨至104.46万吨。供应端，氧化铝短期无减产预期，运行产能继续提升。春节后，四川多家电解铝厂逐步复产，电解铝产能缓慢抬升。成本端，氧化铝需求小幅回升，但现货仍宽松，本周电解铝即时完全平均成本约17,900元/吨，较节前下跌526元/吨。需求端，本周铝下游加工龙头企业开工率回暖，环比节前涨5.7个百分点至56.8%，主因节后企业复产。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+0.05%至2886.10美元/盎司，美债10年期TIPS上升6BP至2.07%。SPDR黄金持仓增加4.31吨至868.50吨。本周金价势持续新高：(1)1月伦敦金库黄金库存量减少490万盎司，价值140亿美元，环比下降1.7%，创2016年以来最大月度降幅。因市场担忧特朗普征收黄金关税，交易商将黄金从伦敦运往纽约，导致纽约期金与伦敦现货金价差拉大，黄金租赁利率飙升至几十年高位，英国央行金库黄金出现价格折扣。(2)本周五，美国劳工统计局公布1月非农就业报告：新增就业人口14.3万人，低于预期的17万人，但前值从25.6万人上修至30.7万人；失业率降至4.0%，低于预期的4.1%；就业参与率升至62.6%，高于预期的62.5%。2024年11月和12月非农新增就业人数合计上修10万人，但2024年全年未季调非农就业基准下修59.8万人。市场初步反应显示，美国经济和货币政策前景不变，美联储3月降息可能性降低。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。工业金属处于国内消费淡季，节后维持累库节奏，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+1.83%至 9440.00 美元/吨，沪铜价+2.60%至 7.73 万元/吨。全球铜累库 11.26 万吨至 63.96 万吨，其中 LME+COMEX 去库 0.33 万吨至 33.82 万吨，国内社库+保税区累库 11.59 万吨至 30.14 万吨。供应端，铜精矿 TC 现货指数持续回落，矿端供应紧张。据文华财经，智利铜业委员会公布数据显示，2024 年全球头号产铜国智利的铜产量增加 4.9%到至 550 万吨。嘉能可 20 万吨粗炼产能的 PASAR 铜冶炼厂（菲律宾）现已停产，具体复产时间尚未确定，公司有出售该冶炼厂的潜在意向。据 SMM，本周进口铜精矿 TC 指数跌至-2.7 美元/吨。冶炼端，据 SMM，随着原料结构的失衡，冶炼厂存在严重的现货采购困难和现货市场价格“踩踏”现象，更有个别贸易商开始将作价期延长至 M+6，将使原料业务结算风险施加于买卖双方。消费端，据 SMM，节后首周精铜杆开工率为 17.75%，较春节期间微增 3.11 个百分点，同比下滑 4.33 个百分点，主因下游提货明显不及去年同期；本周铜线缆开工率 27.36%，环比下降 15.48 个百分点，受统计周期影响，较去年同期低 23.3 个百分点。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+0.15%至 2628.00 美元/吨，沪铝价+1.90%至 2.06 万元/吨。全球铝累库 15.30 万吨至 161.23 万吨，其中 LME 去库 0.90 万吨至 56.77 万吨，国内铝锭+铝棒累库 16.20 万吨至 104.46 万吨。供应端，氧化铝短期无减产预期，运行产能继续提升。春节后，四川多家电解铝厂逐步复产，电解铝产能缓慢抬升。成本端，氧化铝需求小幅回升，但现货仍宽松，本周电解铝即时完全平均成本约 17,900 元/吨，较节前下跌 526 元/吨。需求端，本周铝下游加工龙头企业开工率回暖，环比节前涨 5.7 个百分点至 56.8%，主因节后企业复产。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。

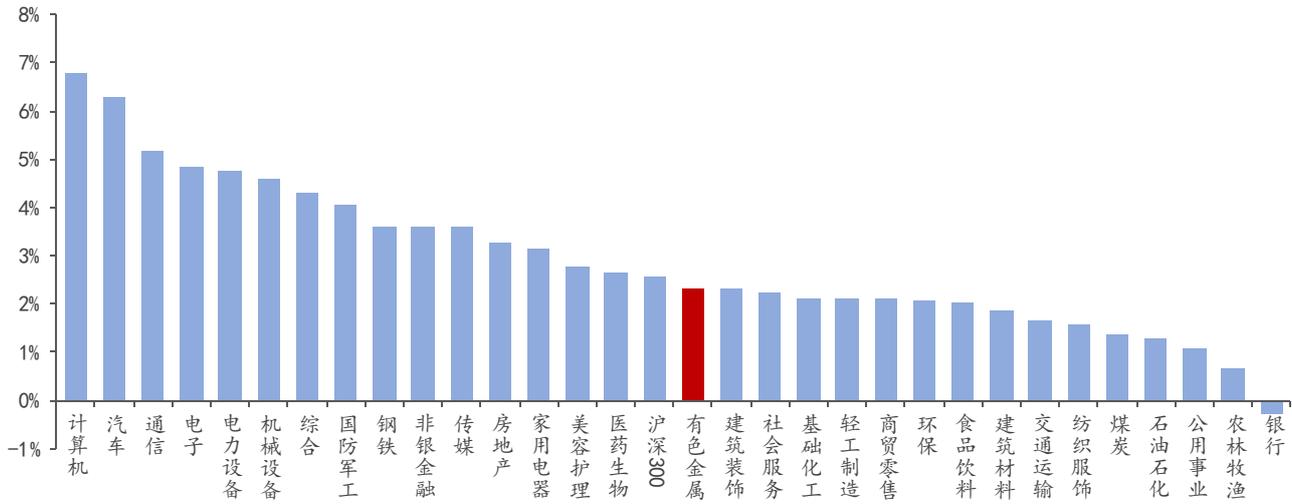
金：本周 COMEX 金价+0.05%至 2886.10 美元/盎司，美债 10 年期 TIPS 上升 6BP 至 2.07%。SPDR 黄金持仓增加 4.31 吨至 868.50 吨。本周金价势持续新高：（1）1 月伦敦金库黄金库存量减少 490 万盎司，价值 140 亿美元，环比下降 1.7%，创 2016 年以来最大月度降幅。因市场担忧特朗普征收黄金关税，交易商将黄金从伦敦运往纽约，导致纽约期金与伦敦现货金价价差拉大，黄金租赁利率飙升至几十年高位，英国央行金库黄金出现价格折扣。（2）本周五，美国劳工统计局公布 1 月非农就业报告：新增就业人口 14.3 万人，低于预期的 17 万人，但前值从 25.6 万人上修至 30.7 万人；失业率降至 4.0%，低于预期的 4.1%；就业参与率升至 62.6%，高于预期的 62.5%。2024 年 11 月和 12 月非农新增就业人数合计上修 10 万人，但 2024 年全年末季调非农就业基准下修 59.8 万人。市场初步反应显示，美国经济和货币政策前景不变，美联储 3 月降息可能性降低。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(2025.2.5-2025.2.7)A股上涨，沪深300指数涨2.57%，有色金属涨2.34%。万顺新材、中孚实业、和胜股份涨幅领先。

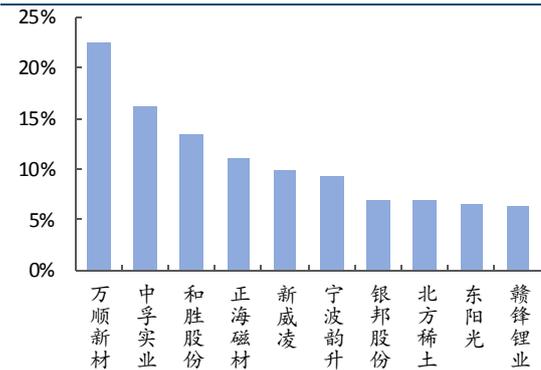


图表1: 各行业指数表现



来源: iFinD, 国金证券研究所

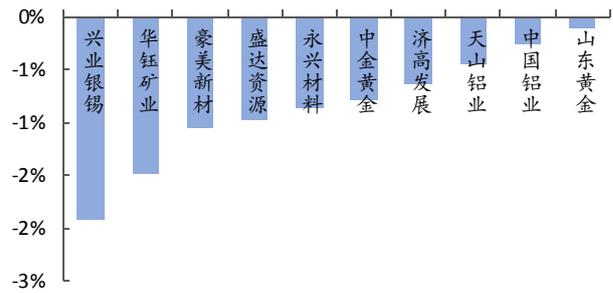
图表2: 本周涨幅前十股票



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	2025/2/7	涨跌幅			
				3天	30天	90天	360天
铜	LME	美元/吨	9,440	1.83%	4.29%	0.07%	15.00%
	SHFE	元/吨	77,250	2.60%	3.72%	0.19%	13.67%
铝	LME	美元/吨	2,628	0.15%	4.87%	0.04%	18.54%
	SHFE	元/吨	20,600	1.90%	4.49%	-5.03%	8.97%
锌	LME	美元/吨	2,842	1.85%	0.74%	-4.76%	23.11%
	SHFE	元/吨	24,015	3.25%	-0.87%	-4.04%	17.06%
铅	LME	美元/吨	1,990	-0.82%	3.11%	-1.66%	-0.30%
	SHFE	元/吨	17,175	0.47%	2.63%	1.69%	5.69%
锡	LME	美元/吨	31,030	0.49%	2.93%	-2.34%	12.98%
	SHFE	元/吨	259,290	1.70%	3.06%	-0.56%	19.25%

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	2025/2/7	库存变化			
				3天	30天	90天	360天
铜	LME	万吨	24.76	-0.47	-1.95	-2.43	11.22
	COMEX	万吨	9.06	0.14	0.47	1.02	6.91
	SHFE	万吨	27.31	10.73	15.73	9.53	10.48
铝	LME	万吨	56.77	-0.90	-5.66	-16.16	3.97
	国内社会库存	万吨	65.40	16.20	15.90	7.80	17.90
锌	LME	万吨	17.05	-0.37	-5.41	-7.41	-4.62
	国内社会库存	万吨	10.70	3.66	4.53	-1.30	0.87
铅	LME	万吨	22.17	0.05	-1.30	3.35	7.73
	SHFE	万吨	4.00	0.06	-0.86	-2.63	0.28
锡	LME	万吨	0.42	-0.01	-0.05	-0.03	-0.20
	SHFE	万吨	0.71	0.01	0.07	-0.19	-0.16

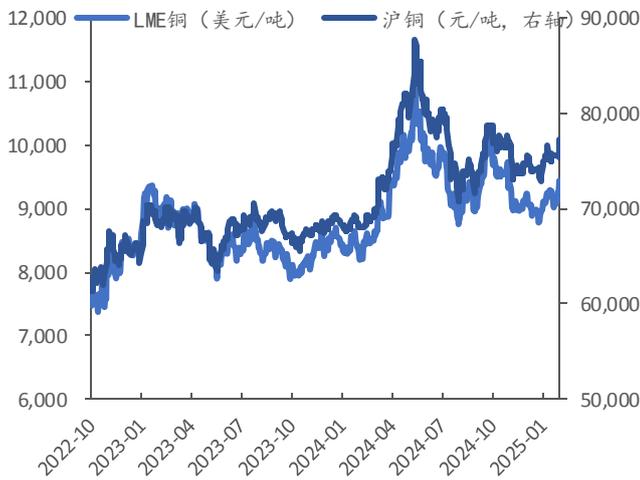
来源: iFinD, 国金证券研究所

## 二、各品种基本面

### 2.1 铜

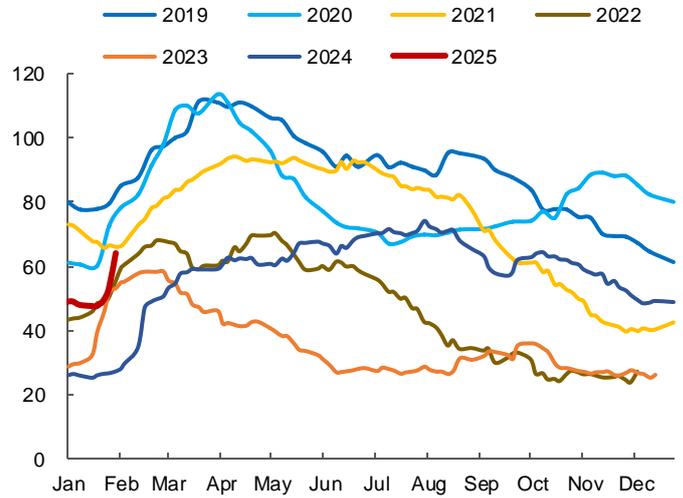
本周 LME 铜价+1.83%至 9440.00 美元/吨, 沪铜价+2.60%至 7.73 万元/吨。全球铜累库 11.26 万吨至 63.96 万吨。铜 TC 下降 0.50 美元/吨至-2.70 美元/吨。LME 期货 0-3 贴水增加 5.60 美元/吨至-119.89 美元/吨, LME 期货 3-15 贴水增加 13.55 美元/吨至-269.20 美元/吨。

图表6: 铜价走势



来源: iFinD, 国金证券研究所

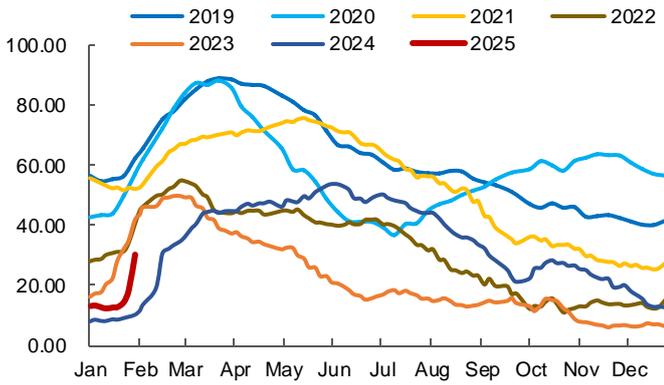
图表7: 全球铜库存 (LME+COMEX+国内社库+保税区) (万吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

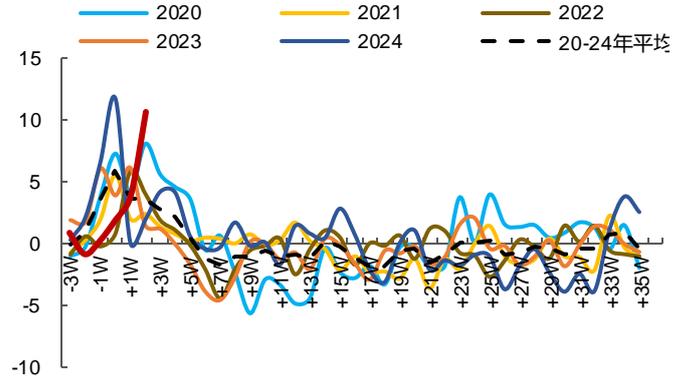


图表8: 国内铜库存(社库+保税区)(万吨)



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)



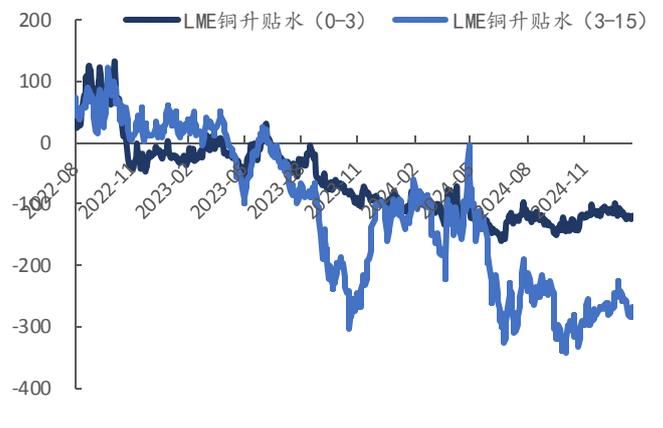
来源: iFinD, 国金证券研究所

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)

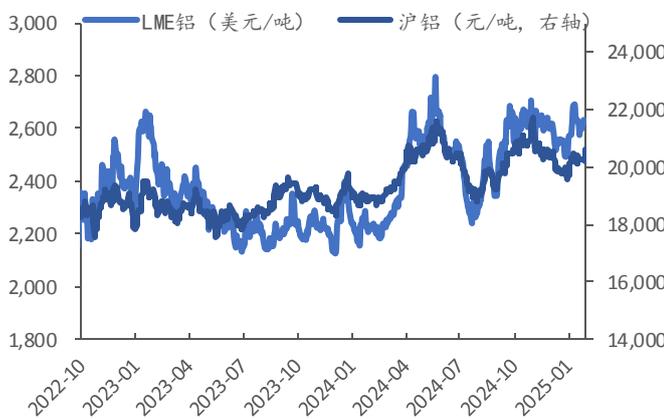


来源: iFinD, 国金证券研究所

## 2.2 铝

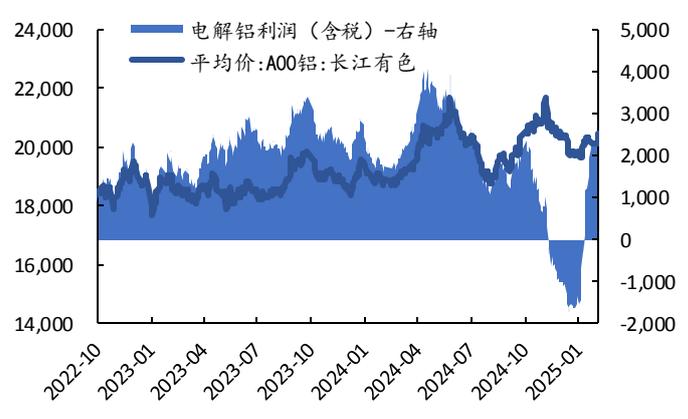
本周 LME 铝价+0.15%至 2628.00 美元/吨, 沪铝价+1.90%至 2.06 万元/吨。全球铝累库 15.30 万吨至 161.23 万吨。LME 期货 0-3 贴水增加 1.99 美元/吨至 4.87 美元/吨, LME 期货 3-15 贴水增加 12.40 美元/吨至-19.27 美元/吨。

图表12: 铝价走势



来源: iFinD, 国金证券研究所

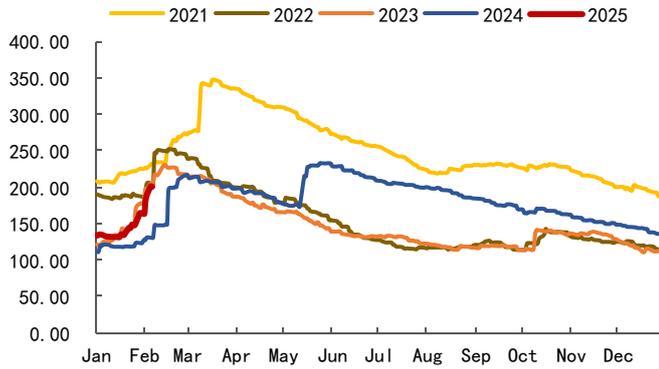
图表13: 吨铝利润(元/吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

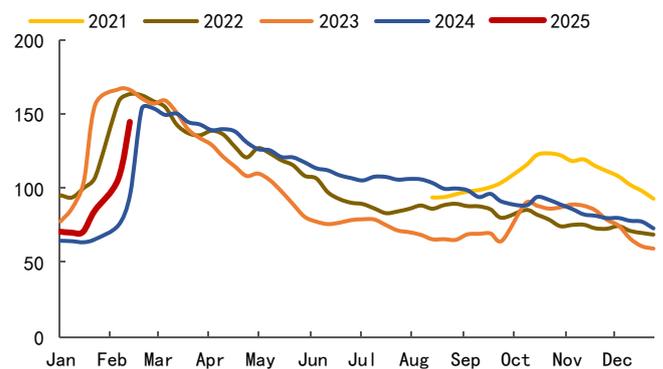


图表14: 全球铝库存 (LME+国内铝锭+铝棒) (万吨)



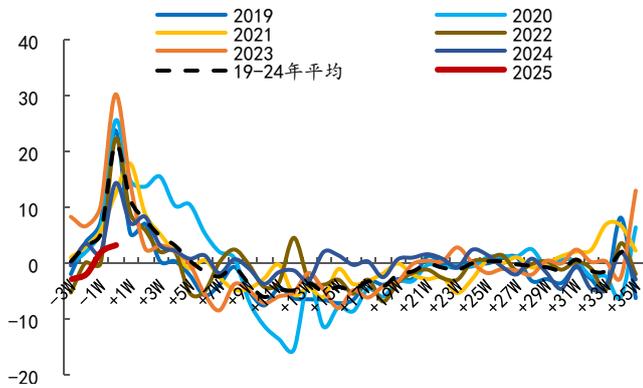
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表15: 国内铝库存 (铝锭+铝棒) (万吨)



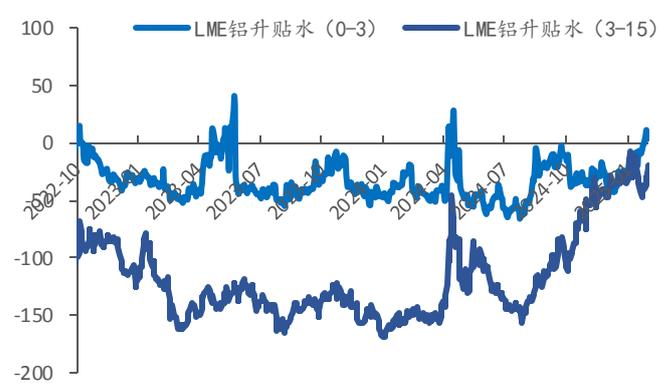
来源: iFinD, 国金证券研究所

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)

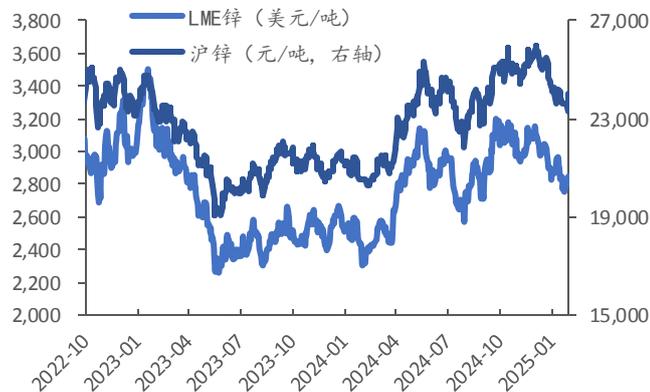


来源: iFinD, 国金证券研究所

### 2.3 锌

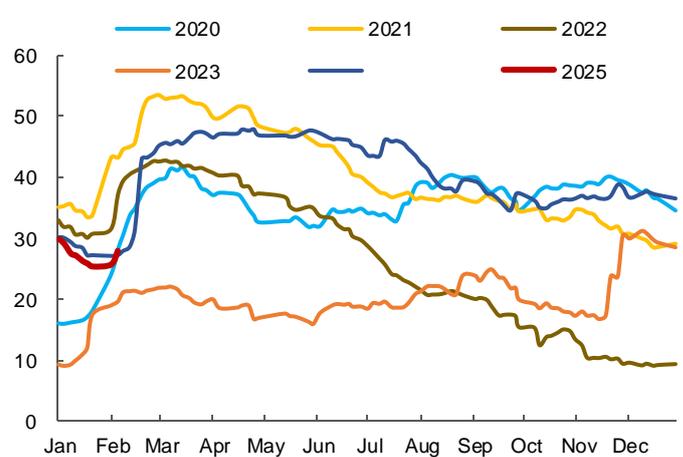
本周 LME 锌+1.85%至 2842.00 美元/吨, 沪锌价格+3.25%至 2.40 万元/吨。LME+国内锌社会库存累库 3.29 万吨至 27.75 万吨。锌精矿进口 TC 价格为 10 美元/干吨, 锌精矿国产 TC 价格为 2680 元/金属吨。LME 期货 0-3 贴水增加 5.55 美元/吨至-48.05 美元/吨, LME 期货 3-15 贴水增加 13.89 美元/吨至-52.27 美元/吨。

图表18: 锌价走势



来源: iFinD, 国金证券研究所

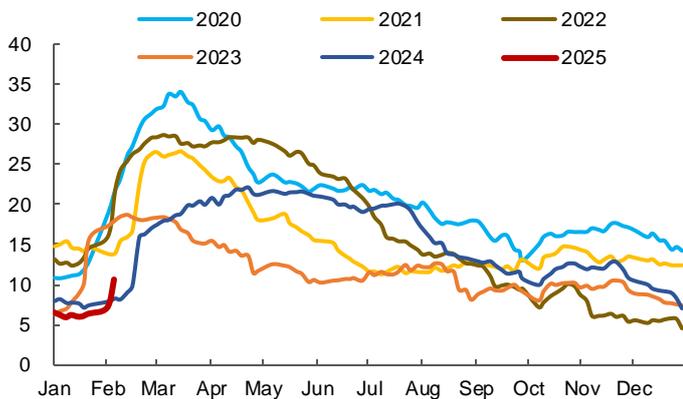
图表19: 全球锌库存 (LME+国内社库) (万吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

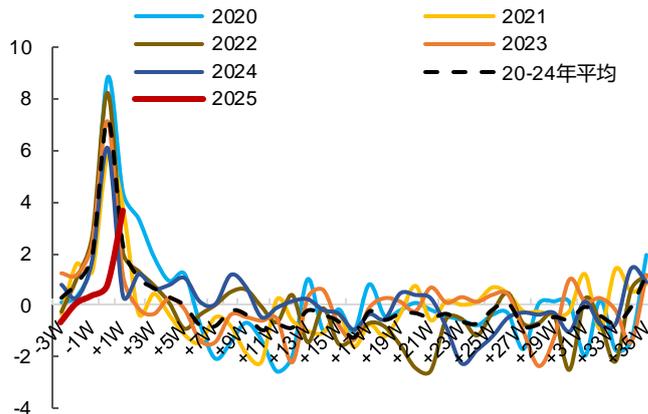


图表20: 国内锌锭社会库存(万吨)



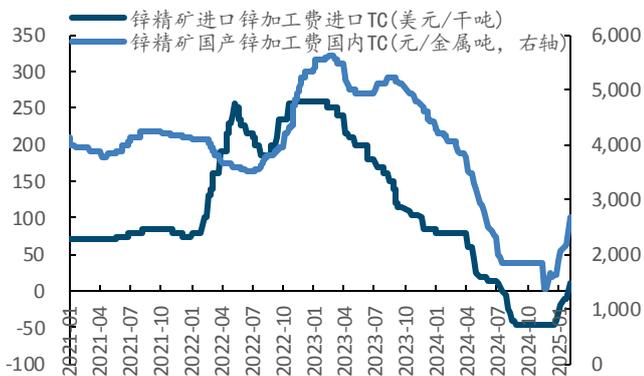
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表21: 国内锌锭社会库存周度变化(万吨)(农历)



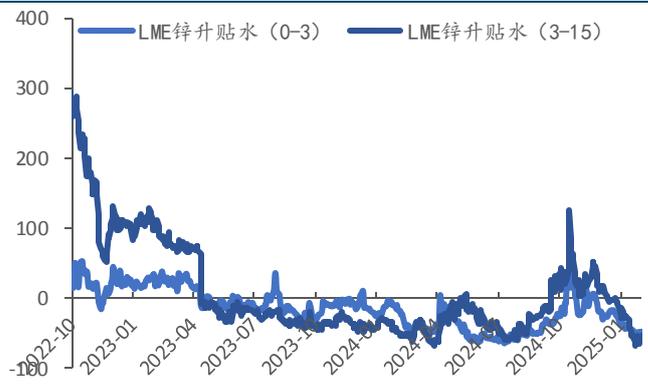
来源: iFind, 国金证券研究所

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)

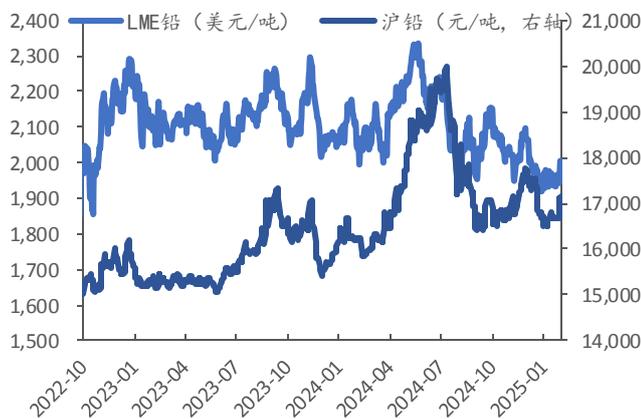


来源: iFind, 国金证券研究所

## 2.4 铅

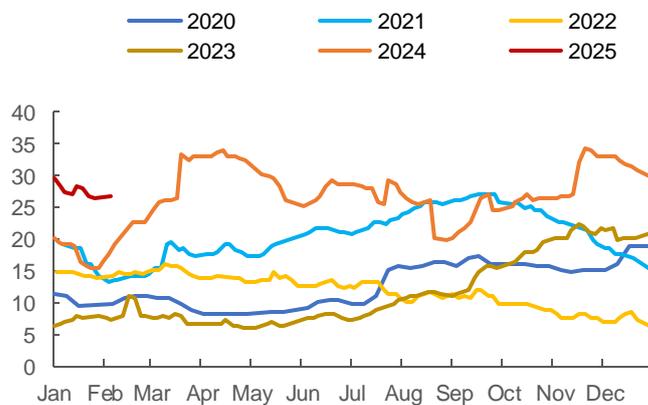
本周 LME 铅价格-1.45%至 1937.00 美元/吨, 沪铅价格+0.45%至 1.67 万元/吨。LME+沪铅库存累库 0.12 万吨至 26.17 万吨。湖南铅精矿加工费维持 650 元/吨, 云南维持 600 元/吨, 河南维持 700 元/吨。LME 铅期货 0-3 贴水减少 2.89 美元/吨至-34.67 元/吨, LME 铅期货 3-15 贴水增加 8.16 美元/吨至-79.97 美元/吨。

图表24: 铅价格走势



来源: iFind, 国金证券研究所

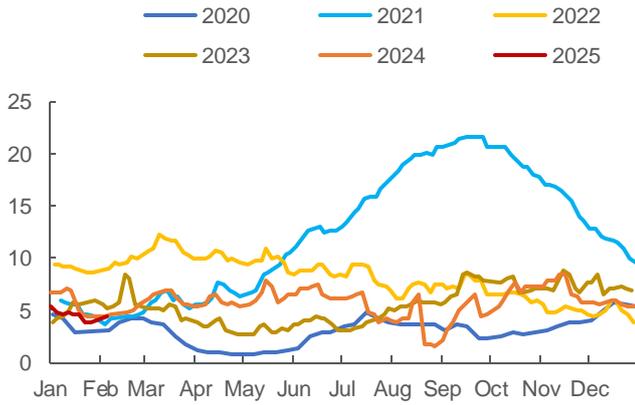
图表25: 全球铅库存(LME+国内社库)(万吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

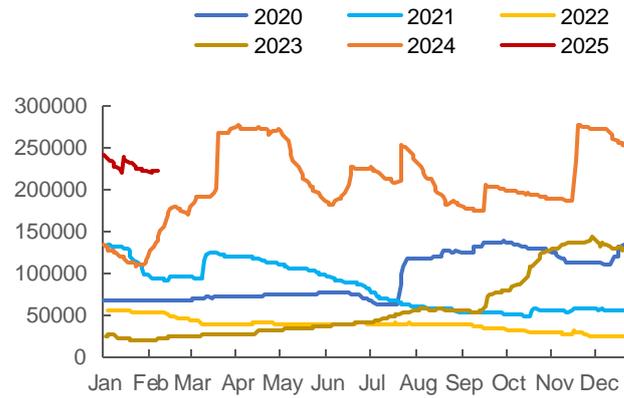


图表26: 国内铅锭社会库存 (万吨)



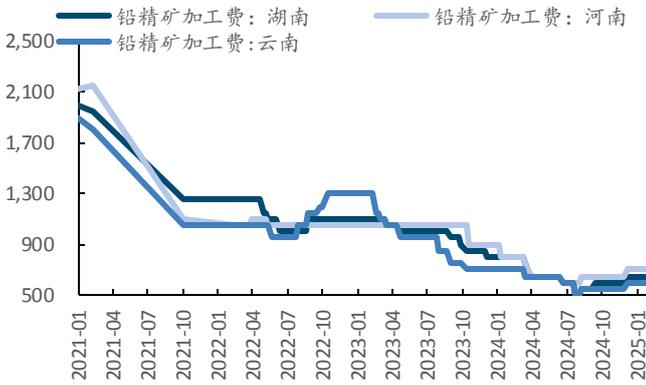
来源: iFind, 国金证券研究所

图表27: LME 铅锭库存 (吨)



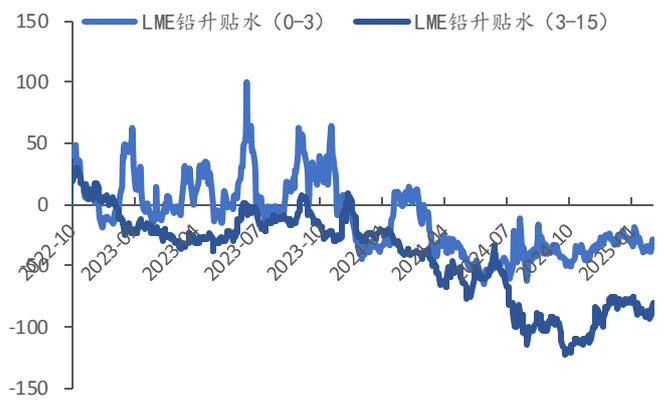
来源: iFind, 国金证券研究所

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)

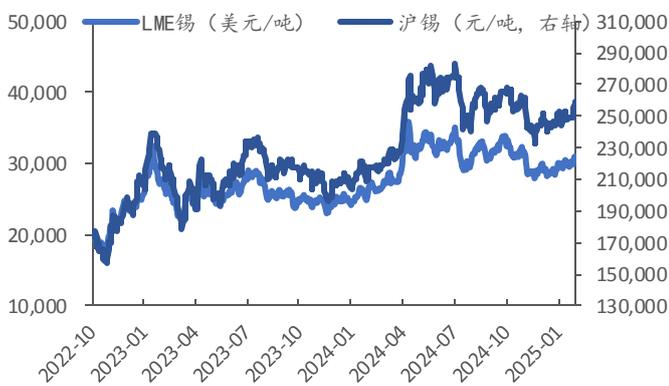


来源: iFind, 国金证券研究所

## 2.5 锡

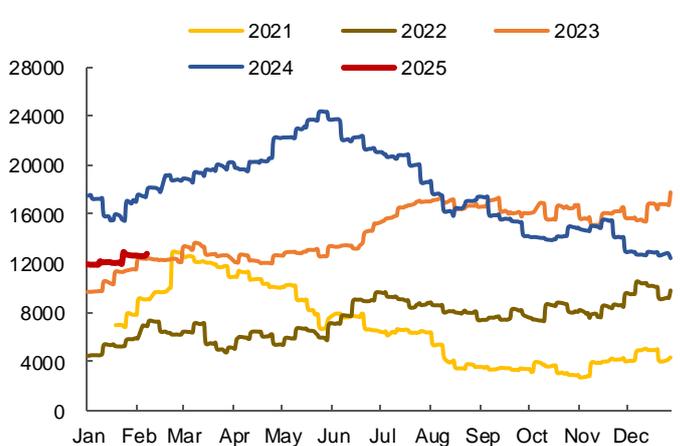
本周 LME 锡价格+0.49%至 31030 美元/吨, 沪锡价格+1.70%至 25.93 万元/吨。LME+沪锡库存维持 1.13 万吨。

图表30: 锡价格走势



来源: iFind, 国金证券研究所

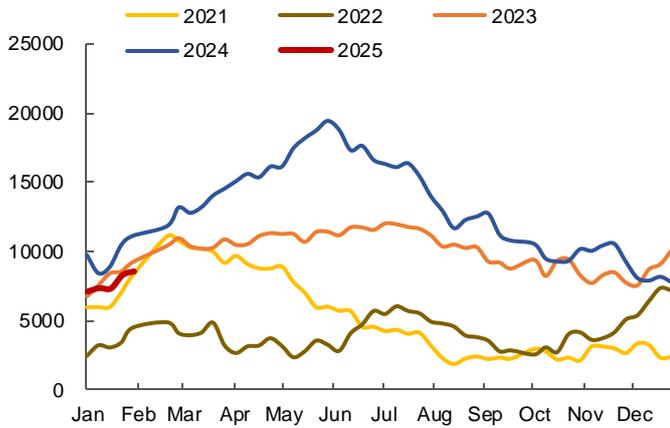
图表31: 全球锡库存 (LME+国内社库) (吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

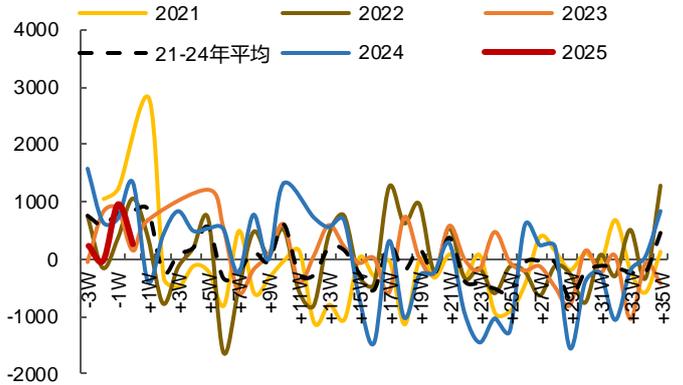


图表32: 国内锡锭社会库存(吨)



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 金价+0.05%至 2886.10 美元/盎司, 美债 10 年期 TIPS 增加至 2.07%。COMEX 黄金库存增加 122 万金衡盎司到 3460 万金衡盎司; 金银比下降至 89.67; 黄金 ETF 持仓增加至 1261.23 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



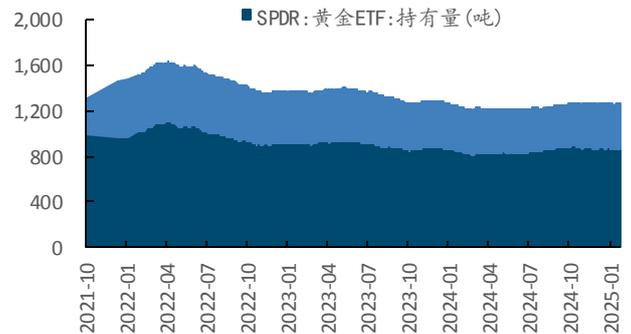
来源: iFind, 国金证券研究所

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

**永杉锂业：**2025年2月8日，公司发布公告披露股份回购结果，截至2月7日，公司已完成回购，已实际回购1,370.2万股，占公司总股本2.6586%，使用资金1.0017亿元。本次回购股份用于实施股权激励计划。

**湖南白银：**2025年2月6日，公司发布完成年度检修公告，已顺利完成于2024年12月8日开始的以富氧熔炼厂的三连炉升级改造项目为主，配套生产线其他设备设施的年度检修工作，全面具备复工复产条件，各单位将陆续复工。

**中孚实业：**2025年2月6日，公司发布《2025年员工持股计划管理办法》，拟通过员工薪酬及自筹等方式筹集不超过12.5亿元资金，并于二级市场购买公司股份，用于实施员工持股计划。分配股份中，公司高管拟占比5.68%，公司全资/控股子公司其他员工拟占比94.32%。

**大地熊：**2025年2月6日，公司发布公告披露股份回购结果，截至2月5日，公司已完成回购，已实际回购406.52万股，占公司总股本3.5511%，已支付总金额6,252.72万元。本次回购股份用于员工持股计划或股权激励。

### 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，而不应对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