

➤ **本周(04/21-04/25)** 上证综指下跌 0.07%，沪深 300 指数上涨 0.07%，SW 有色指数上涨 0.27%，贵金属 COMEX 黄金上涨 0.60%，COMEX 白银上涨 3.10%。工业金属 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡价格分别变动 +1.96%、+2.19%、+3.46%、+1.16%、-0.18%、+1.97%，工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动 -2.90%、-4.66%、-7.83%、-2.68%、-1.01%、-1.40%。

➤ **工业金属：美对华关税政策缓和，降息预期升温，内需维持强势，工业金属价格持续反弹。**核心观点：宏观层面关税矛盾缓和，美联储降息预期升温；国内旺季叠加贸易套利反复，工业金属价格持续反弹。**铜方面**，供应端，本周 SMM 进口铜精矿指数报 42.52 美元/吨，周度环比减少 7.81 美元/吨，海外 Antamina 铜矿事故停产，铜精矿供应进一步趋紧，冶炼厂亏损加剧。需求端，国内铜线缆企业开工率 91.23%，环比增长 3.53pct，连续四周上涨，铜线缆企业在手订单充足，两网订单乐观，国内社会库存持续去库。**铝方面**，国内电解铝运行产能持稳，成本端同样表现平稳，需求端因铝价下跌刺激下游备货情绪，周度去库 6.2 万吨（铝锭+铝棒），光伏抢装接近尾声导致订单相较旺季有所下降，但降幅整体可控。**重点推荐**：洛阳钼业、紫金矿业、西部矿业、金诚信、中国有色矿业、五矿资源、中国铝业、中国宏桥、天山铝业、云铝股份、神火股份。

➤ **能源金属：刚果（金）禁钴出口政策影响延续，原料库存持续去化加剧供应紧缺局势，惜售情绪或进一步提升，钴价预计进入第二阶段。****锂方面**，下游企业仅维持刚需采购，部分锂盐厂已出现小幅减产动作，但由于当前供应总量仍处高位，供应过剩格局未改，本周某锂盐大厂此前设定的地板价被打破，希望调整长协发货量级，支撑锂价，预计锂价短期或将维持震荡。**钴方面**，钴中间品厂商以保供长单为主，下游原材料缺货情况略有凸显，厂商询盘积极；原料日益紧张，钴盐厂保持惜售挺价策略；电解钴库存偏高，生产经济性差，部分出现减产；我们预计随着产业链库存逐步消耗，惜售情绪或将进一步提升，后续开始补库时供给紧缺或加剧，钴价有望迎来新一轮上行机会。**镍方面**，MHP 中镍系数高位运行，硫酸镍仍有成本支撑，需求侧 5 月为镍盐传统采购节点，前驱体厂商采购情绪上涨，由于供需偏紧预计硫酸镍价格短期走势或温和走强。**重点推荐**：华友钴业、腾远钴业、藏格矿业、中矿资源、永兴材料、盐湖股份，建议关注寒锐钴业。

➤ **贵金属：关税降温金价短期回落，美元走弱大趋势下继续看好贵金属价格后续表现。**美国对华关税政策缓和，市场避险情绪走弱，金价短期回调。但美国反复无常的表态严重打击了市场对其信任程度，关税谈判依旧有较大不确定性。中长期来看，去美元中心化+美元信用弱化为主线，看好金价中枢上移。白银价格受金价回落影响也有所回落，但工业属性利好使得其回落幅度小于黄金，金银比回落，后续若看到经济复苏，银价弹性相对更高，价格有望创历史新高。**重点推荐**：万国黄金集团、赤峰黄金、山金国际、招金矿业、山东黄金、中金黄金、湖南黄金，建议关注中国黄金国际，白银标的推荐盛达资源、兴业银锡。

➤ **风险提示：**需求不及预期、供给超预期释放、海外地缘政治风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

| 代码 | 简称 | 股价 | | EPS (元) | | | PE (倍) | | | 评级 |
|-----------|--------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|----|----|
| | | (元) | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E | | |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 17.65 | 1.21 | 1.57 | 1.74 | 15 | 11 | 10 | 推荐 | |
| 603993.SH | 洛阳钼业 | 7.13 | 0.63 | 0.70 | 0.82 | 11 | 10 | 9 | 推荐 | |
| 000807.SZ | 云铝股份 | 15.35 | 1.27 | 2.33 | 2.62 | 12 | 7 | 6 | 推荐 | |
| 603799.SH | 华友钴业 | 34.10 | 2.25 | 3.00 | 3.57 | 15 | 11 | 10 | 推荐 | |
| 002738.SZ | 中矿资源 | 28.92 | 1.05 | 1.56 | 3.02 | 28 | 19 | 10 | 推荐 | |
| 002756.SZ | 永兴材料 | 30.11 | 1.97 | 1.88 | 3.08 | 15 | 16 | 10 | 推荐 | |
| 603979.SH | 金诚信 | 38.34 | 2.50 | 3.43 | 3.88 | 15 | 11 | 10 | 推荐 | |
| 601168.SH | 西部矿业 | 15.44 | 1.54 | 1.75 | 2.22 | 10 | 9 | 7 | 推荐 | |
| 1258.HK | 中国有色矿业 | 4.60 | 0.78 | 0.86 | 1.02 | 6 | 5 | 5 | 推荐 | |
| 600547.SH | 山东黄金 | 30.66 | 0.57 | 1.22 | 1.33 | 54 | 25 | 23 | 推荐 | |
| 600489.SH | 中金黄金 | 13.99 | 0.76 | 0.94 | 1.10 | 18 | 15 | 13 | 推荐 | |
| 600988.SH | 赤峰黄金 | 27.10 | 1.07 | 1.56 | 1.79 | 25 | 17 | 15 | 推荐 | |
| 000975.SZ | 山金国际 | 20.10 | 0.78 | 1.21 | 1.35 | 26 | 17 | 15 | 推荐 | |
| 1818.HK | 招金矿业 | 17.19 | 0.43 | 0.99 | 1.11 | 40 | 17 | 15 | 推荐 | |
| 002155.SZ | 湖南黄金 | 22.78 | 0.74 | 0.99 | 1.17 | 31 | 23 | 19 | 推荐 | |
| 1208.HK | 五矿资源 | 2.28 | 0.08 | 0.23 | 0.31 | 29 | 10 | 7 | 推荐 | |

资料来源：ifind，民生证券研究院预测。（注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价，港币/人民币 0.93，美元/人民币 7.2，中国有色矿业、招金矿业、五矿资源为港币；其中紫金矿业、洛阳钼业、云铝股份、永兴材料、山东黄金、赤峰黄金、山金国际、招金矿业 24 年为实际值，其余为预测值）

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhang.yiqing@mszq.com

相关研究

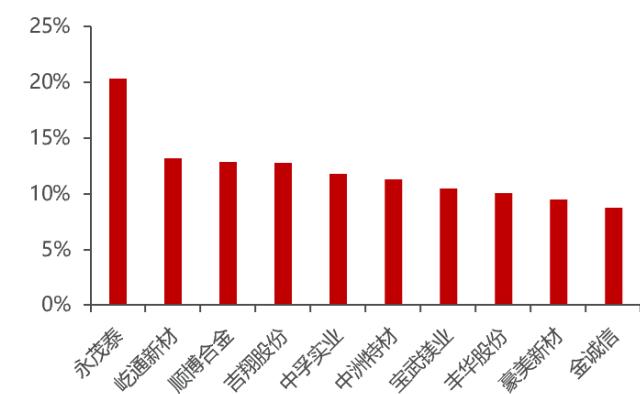
- 有色金属周报 20250420：关税不确定性持续支撑避险需求，金价再创新高-2025/04/20
- 有色金属周报 20250412：“对等关税”驱动避险需求，金价创新高-2025/04/12
- 人形机器人材料需求系列报告之二：3D 打印赋能人形机器人升级迭代-2025/04/10
- 真“锂”探寻系列 15：南美盐湖 24Q4 跟踪：成本被低估，扩产进度放缓-2025/04/08
- 有色金属周报 20250406：“对等关税”风险加剧，商品价格大幅承压-2025/04/06

目录

| | |
|------------------------|-----------|
| 1 行业及个股表现 | 3 |
| 2 基本金属 | 3 |
| 2.1 价格和股票相关性复盘 | 5 |
| 2.2 工业金属 | 5 |
| 2.3 铅、锡、镍 | 12 |
| 3 贵金属、小金属 | 15 |
| 3.1 贵金属 | 15 |
| 3.2 能源金属 | 18 |
| 3.3 其他小金属 | 22 |
| 4 稀土价格 | 25 |
| 5 风险提示 | 27 |
| 插图目录 | 28 |
| 表格目录 | 29 |

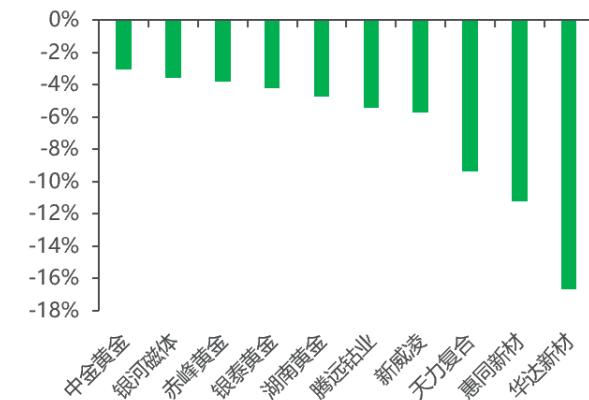
1 行业及个股表现

图 1：期间涨幅前 10 只股票 (04/21-04/25)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 2：期间涨幅后 10 只股票 (04/21-04/25)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

2 基本金属

表1：金属价格、库存变化表

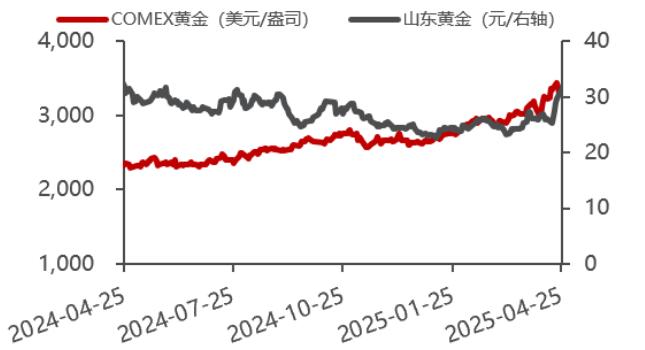
| | 单位 | 价格/库存 | | 变化 | | |
|---------------|----------|------------|--------|---------|---------|---------|
| | | 2025/04/25 | 一周来 | 本月来 | 今年来 | |
| 基本金属价格 | | | | | | |
| LME 价格 | 铝(当月) | 美元/吨 | 2460 | 3.12% | -3.11% | -2.75% |
| | 铜(当月) | 美元/吨 | 9455 | 2.17% | -2.43% | 7.43% |
| | 锌(当月) | 美元/吨 | 2705 | 4.24% | -5.20% | -7.49% |
| | 铅(当月) | 美元/吨 | 1958 | 1.58% | -2.73% | 1.27% |
| | 镍(当月) | 美元/吨 | 15880 | 0.86% | -0.41% | 5.59% |
| | 锡(当月) | 美元/吨 | 31900 | 1.85% | -12.72% | 12.09% |
| 国内价格 | 铝(当月) | 元/吨 | 20030 | 1.96% | -2.20% | 0.43% |
| | 铜(当月) | 元/吨 | 77440 | 2.19% | -3.14% | 5.68% |
| | 锌(当月) | 元/吨 | 22750 | 3.46% | -3.01% | -9.95% |
| | 铅(当月) | 元/吨 | 16945 | 1.16% | -2.87% | 0.71% |
| | 镍(当月) | 元/吨 | 125800 | -0.18% | -2.65% | 1.60% |
| | 锡(当月) | 元/吨 | 262840 | 1.97% | -6.91% | 7.44% |
| 基本金属库存 | | | | | | |
| 铝 | LME 库存 | 万吨 | 42.16 | -2.90% | -8.84% | -33.57% |
| | 上海期交所库存 | 万吨 | 17.86 | -13.15% | -24.50% | -11.23% |
| 铜 | LME 库存 | 万吨 | 20.35 | -4.66% | -3.75% | -25.02% |
| | COMEX 库存 | 万吨 | 13.15 | 6.82% | 36.75% | 40.85% |
| | 上海期交所库存 | 万吨 | 11.68 | -36.18% | -50.38% | 57.41% |
| 锌 | LME 库存 | 万吨 | 18.01 | -7.83% | 30.28% | -23.09% |
| | 上海期交所库存 | 万吨 | 5.14 | -19.54% | -28.87% | 69.92% |

| | | | | | | |
|--------------|-----------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 铅 | LME 库存 | 万吨 | 27.41 | -2.68% | 18.17% | 13.16% |
| | 上海期交所库存 | 万吨 | 4.57 | -27.12% | -32.82% | -11.90% |
| 镍 | LME 库存 | 万吨 | 20.25 | -1.01% | 1.89% | 24.62% |
| | 上海期交所库存 | 万吨 | 2.96 | -3.29% | -19.87% | -18.10% |
| 锡 | LME 库存 | 万吨 | 0.28 | -1.40% | -7.87% | -40.97% |
| | 上海期交所库存 | 万吨 | 0.92 | -10.87% | -0.06% | 37.59% |
| 贵金属价格 | | | | | | |
| COMEX 价格 | 黄金 | 美元/盎司 | 3361.30 | 0.60% | 6.46% | 25.83% |
| | 白银 | 美元/盎司 | 33.56 | 3.10% | -3.48% | 11.91% |
| 国内价格 | 黄金 | 元/克 | 825.80 | 8.24% | 16.43% | 33.95% |
| | 白银 | 元/千克 | 8154.00 | 0.18% | -2.32% | 7.90% |
| 小金属价格 | | | | | | |
| | 钼精矿 | 元/吨度 | 3375 | 3.69% | 0.00% | -6.90% |
| | 钨精矿 | 元/吨 | 148500 | 3.48% | 5.32% | 4.21% |
| | 电解镁 | 元/吨 | 18100 | 1.12% | 1.69% | 3.43% |
| | 电解锰 | 元/吨 | 13800 | 0.00% | 0.00% | 7.81% |
| | 锑锭(1 #) | 元/吨 | 240000 | 0.00% | 0.00% | 67.83% |
| | 海绵钛 | 元/千克 | 50500 | 13.48% | 13.48% | 16.09% |
| | 铬铁 (高碳) | 元/吨 | 8650 | 0.00% | 6.13% | 14.57% |
| | 钴 | 元/吨 | 229500 | 0.88% | 2.68% | 47.59% |
| | 铋 | 元/吨 | 141500 | 1.07% | -7.52% | 92.52% |
| | 钽铁矿 | 美元/磅 | 96.5 | 0.00% | 6.04% | 22.15% |
| | 二氧化锆 | 元/千克 | 10250 | 7.33% | 7.33% | -12.77% |
| | 铟 | 元/千克 | 2700 | 0.00% | -6.09% | 6.93% |
| | 碳酸锂 (工业级) | 元/吨 | 67700 | -2.87% | -5.71% | -6.62% |
| | 碳酸锂 (电池级) | 元/吨 | 69300 | -2.81% | -5.71% | -8.21% |
| | 五氧化二钒 | 元/吨 | 76000 | -1.94% | 1.33% | 4.11% |
| 稀土 | | | | | | |
| 稀土氧化物 | 氧化镧 | 元/吨 | 4400 | 0.00% | 0.00% | 10.00% |
| | 氧化铈 | 元/吨 | 12300 | 0.00% | -5.38% | 57.69% |
| | 氧化镨 | 元/吨 | 422500 | -4.41% | -6.63% | 4.84% |
| | 氧化钕 | 元/吨 | 430000 | -3.80% | -6.32% | 3.86% |
| | 氧化镝 | 元/千克 | 1610 | -4.17% | -3.01% | 0.00% |
| | 氧化铽 | 元/千克 | 6770 | -6.10% | 3.75% | 20.68% |
| | 镨钕氧化物 | 元/吨 | 406000 | -3.79% | -8.66% | 2.01% |
| 稀土金属 | 金属镧 | 元/吨 | 21500 | 0.00% | 0.00% | -4.44% |
| | 金属铈 | 元/吨 | 30500 | 0.00% | -1.61% | 22.00% |
| | 金属镨 | 元/吨 | 516000 | -5.32% | -8.02% | 3.82% |
| | 金属钕 | 元/吨 | 516000 | -5.32% | -8.02% | 3.82% |
| | 金属镝 | 元/千克 | 2030 | -3.79% | -2.87% | 0.00% |
| | 金属铽 | 元/千克 | 8475 | -5.31% | 4.63% | 21.51% |
| | 镨钕合金 | 元/吨 | 406000 | -3.79% | -8.66% | 2.01% |

资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

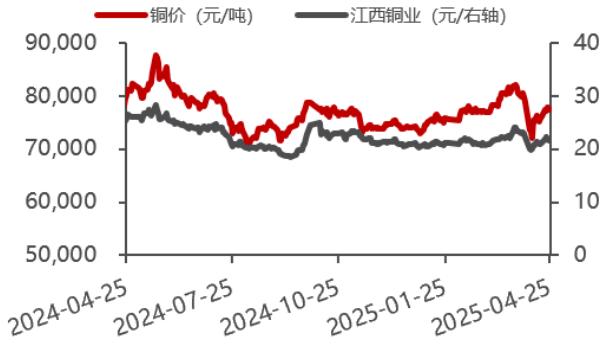
2.1 价格和股票相关性复盘

图 3：黄金价格与山东黄金股价走势梳理



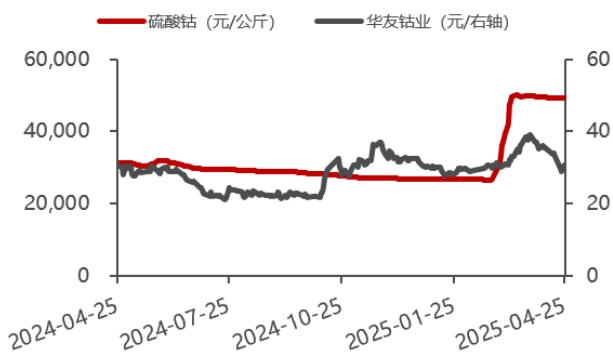
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 4：阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理



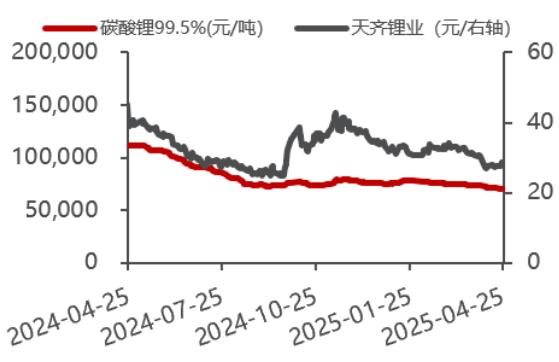
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 5：华友钴业股价与硫酸钴价格走势梳理



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 6：天齐锂业股价与碳酸锂价格走势梳理



资料来源：同花顺，民生证券研究院

2.2 工业金属

2.2.1 铝

(1) 价格周度观点

本周 (04/21-04/25) , 宏观面, 美国总统特朗普当地时间周二 (4月22日)

在公开场合发表了讲话, 他承认美国目前对自中国进口商品的关税过高, 预计税率将大幅降低。这标志着特朗普在其标志性的关税政策上态度已出现缓和。同时他还呼吁美联储应该降低利率, 且他无意解雇美联储主席鲍威尔。周二, 美国财政部长贝森特也在摩根大通的一场活动中表示, 中美双方的关税战将很快降温。外媒消息称: 美国总统将对汽车制造商豁免部分美国关税。此外, 美国总统还将豁免钢铁和铝的关税。华尔街日报称中国关税可能降至 50% 至 65%。我国外交部回应: 对于美国发动的关税战, 我们不愿打也不怕打; 如果美方真的想通过对话

谈判解决问题，就应该停止威胁讹诈，在平等、尊重、互惠的基础上同中方进行对话。**基本面**，电解铝行业成本端表现平稳，电解铝即时完全平均成本约 16582 元/吨，较上周四上涨 29 元/吨。**需求端**，呈现结构性回暖特征，受益于 5 月新订单的持续导入，本周型材行业整体开工率环比提升 1 个百分点至 59.5%，带动铝锭铝棒等原材料的节前备库需求。分板块来看，光伏型材虽新接订单量较 3-4 月旺季水平有所下滑，但降幅整体可控，实际生产节奏需待五一假期后进一步验证。汽车型材领域延续弱势运行态势，但个别企业目前已新接热门车型订单量，将带动后续开工上行，建筑型材方面，在幕墙工程需求持续释放的推动下，产业链相关企业开工率得以回升。库存方面，据 SMM 统计，4 月 24 日国内主流消费地电解铝锭库存 65.8 万吨，环比上周四减少 3.1 万吨，铝棒库存同样环比下降近 3.1 万吨。SMM 预计，4 月下旬去库趋势不变，4 月底国内铝锭库存有望回落至 60-65 万吨，但需注意五一假期因集中到货造成的阶段性累库风险。

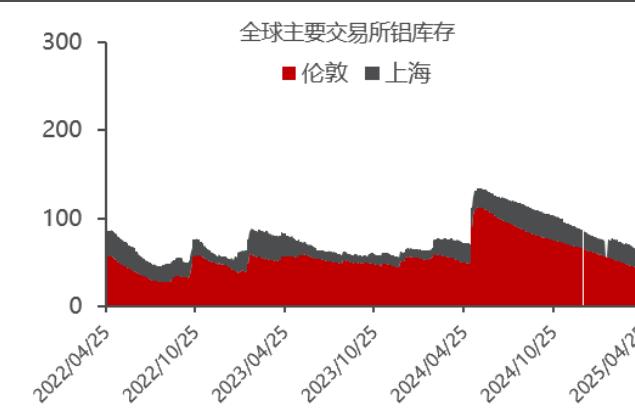
表2：铝产业链价格统计

| | 2025-04-24 | 日变化 | | 周变化 | | 月变化 | |
|------------|------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| | 价格 (元/吨) | 元/吨 | 涨跌幅 | 元/吨 | 涨跌幅 | 元/吨 | 涨跌幅 |
| 电解铝 | 19,980 | 80 | 0.40% | 190.0 | 0.96% | -680.0 | -3.29% |
| 氧化铝 | 2,900 | 0.0 | 0.00% | 30.0 | 1.05% | -250.0 | -7.94% |
| 铝土矿 (澳洲进口) | 692.50 | -16.47 | -2.32% | -48.7 | -6.58% | -45.6 | -6.18% |
| 铝土矿 (广西) | 621.5 | 0.0 | 0.00% | 0.0 | 0.00% | -33.9 | -5.17% |
| 铝土矿 (山西) | 678.0 | 0.0 | 0.00% | -11.3 | -1.64% | -45.2 | -6.25% |
| 预焙阳极 | 5,180 | 0.0 | 0.00% | 0.0 | 0.00% | 130.0 | 2.57% |
| 动力煤 | 664.0 | -1.0 | -0.15% | -7.0 | -1.04% | -12.0 | -1.78% |

资料来源：同花顺，民生证券研究院整理

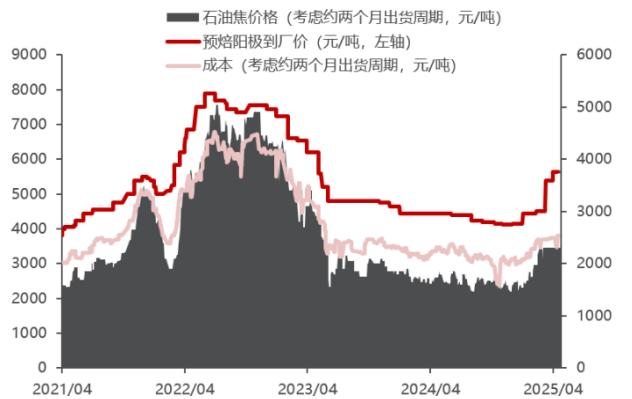
图 7：上海期交所同 LME 当月期铝价格


资料来源：同花顺，民生证券研究院

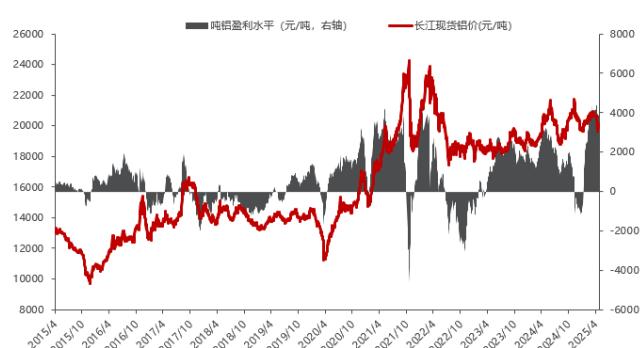
图 8：全球主要交易所铝库存 (万吨)


资料来源：同花顺，民生证券研究院

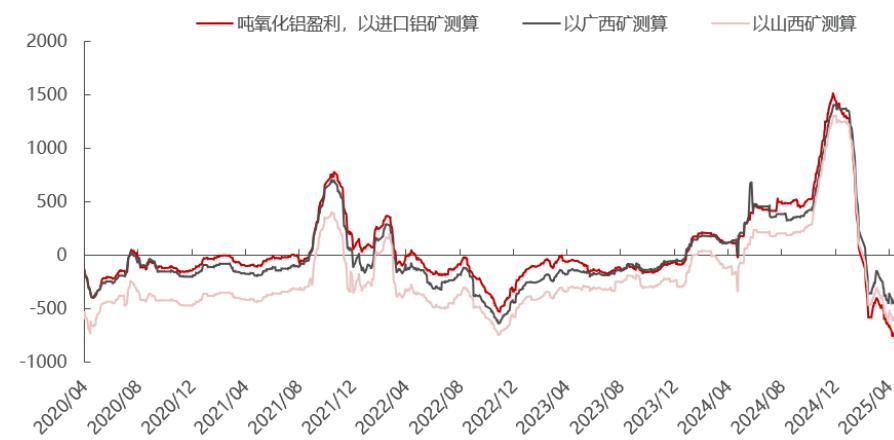
(2) 利润

图 9：预焙阳极盈利梳理 (元/吨)


资料来源：SMM，民生证券研究院

图 10：电解铝单吨盈利梳理


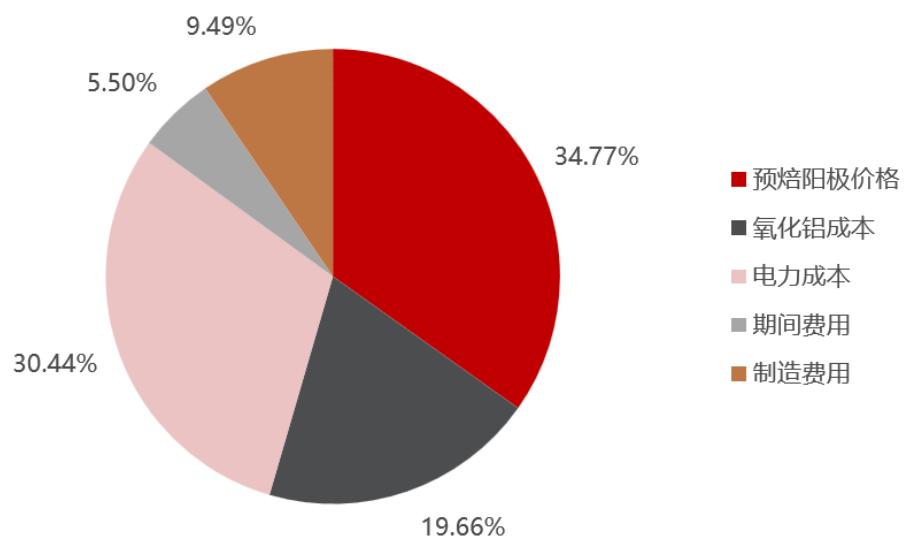
资料来源：SMM，民生证券研究院

图 11：氧化铝单吨盈利梳理 (单位：元)


资料来源：同花顺，百川资讯，民生证券研究院测算

注：数据截至 2025.04.17

(3) 成本库存

图 12：2025 年 4 月全国平均电解铝完全成本构成


资料来源：SMM，民生证券研究院

表3：国内主要地区电解铝社会库存（单位：万吨）

| 日期 | 上海 | 无锡 | 杭州 | 巩义 | 天津 | 重庆 | 临沂 | 佛山 | 合计 |
|-----------|------|------|-----|------|-----|-----|-----|------|------|
| 2025/4/21 | 2.7 | 23.3 | 3.8 | 9.0 | 2.0 | 1.1 | 1.6 | 23.8 | 67.3 |
| 2025/4/25 | 2.6 | 22.5 | 3.8 | 8.2 | 2.0 | 1.1 | 1.6 | 24.0 | 65.8 |
| 较上周四变化 | -0.1 | -0.8 | 0.0 | -0.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.2 | -1.5 |

资料来源：SMM，民生证券研究院；

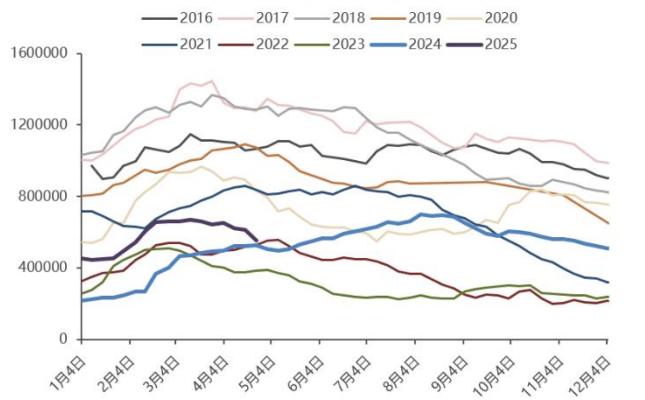
图 13：国产和进口氧化铝价格走势


资料来源：SMM，民生证券研究院；注：图中澳大利亚氧化铝 FOB 价格为右轴

2.2.2 铜

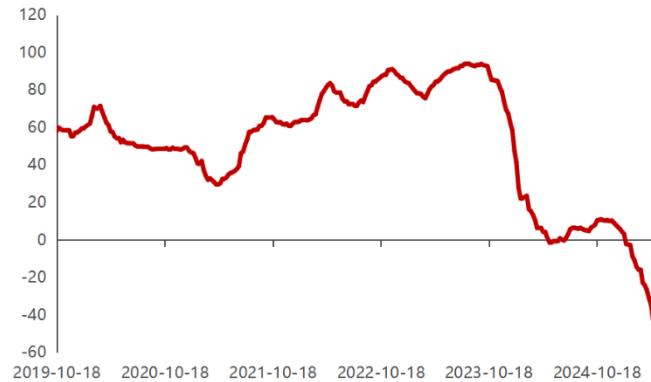
(1) 价格周度观点

本周 (04/21-04/25) , 宏观方面, 本周美对华关税政策有所缓和, 特朗普政府周中表示认为此前关税过高, 并寻求重新谈判。10 年期美债短期止跌回暖, 但市场短期风险偏好仍保守。市场对美联储降息预期升温, 原油与黄金价格反弹。市场对 S232 调查预计落地于 2025 年 6 月底前, 对 25% 调查关税的押注增加, LME-Comex 铜价差再度大。**国内方面**, 受到对等关税政策影响部分企业伦铜周内回到 9200 美元/吨上方, 沪铜亦逐渐走高回归到 76000 元/吨上方。**基本面方面**, 本周 Antamina 铜精矿出现意外事故, 生产短暂暂停后持续恢复。另一方面, 多家矿企在一季度报告中下调了 2025 年产量指引, 铜精矿现货 TC 仍未见底。电解铜方面, 本周国内仍大幅去库, 但在铜价持续走高后消费可延续性令市场担忧, 据 SMM 了解按照现在订单提货量来看消费的短期繁荣可持续至五月上旬。现货升水持续走高。同时注意到因 LME-Comex 价差扩大, 对 CME 注册品牌的复出口动作再度开始。进口紧缺情况已初步兑现。

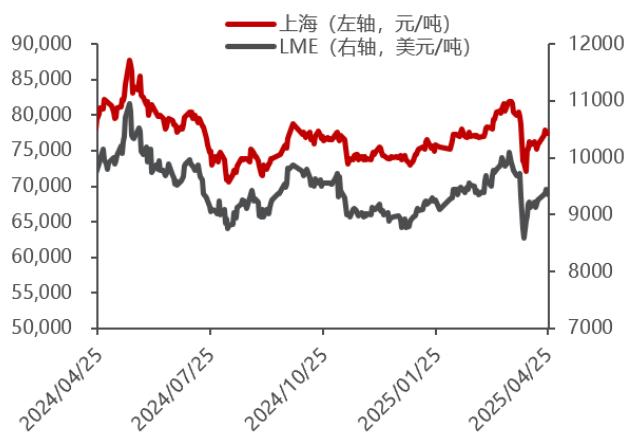
图 14：三大期货交易所铜库存合计+保税区（吨）


资料来源：同花顺，SMM，民生证券研究院

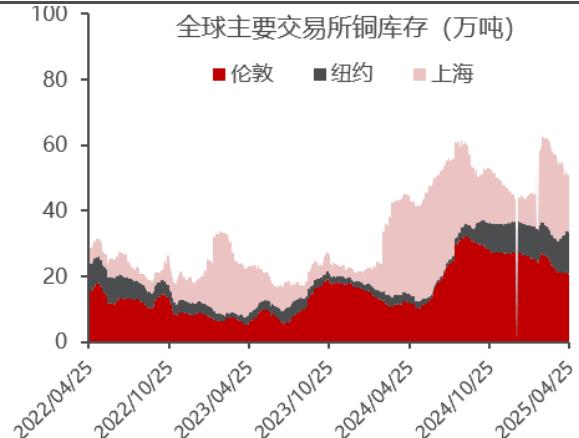
注：2023 年以来铜保税区库存数据采用同花顺数据

图 15：铜精矿加工费（美元/吨）


资料来源：同花顺，SMM，民生证券研究院

图 16：上海期交所同 LME 当月期铜价格


资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 17：全球主要交易所铜库存（万吨）


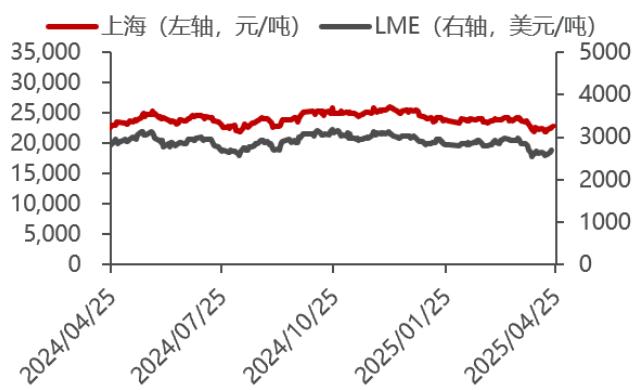
资料来源：同花顺，民生证券研究院

2.2.3 锌

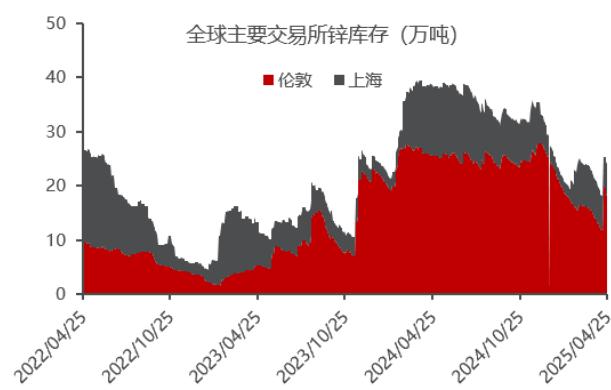
(1) 价格周度观点

本周 (04/21-04/25) , 伦锌：周初，伦锌因复活节休市一天；接着受宏观不确定性影响伦锌小幅走低；随后因近期特朗普持续炮轰鲍威尔，市场信心受到一定打击，但特朗普后续表示无意解雇鲍威尔，市场紧张情绪缓和，并且白宫释放贸易局势缓和信号，宏观市场情绪有所回暖，而海外矿段异动再起，伦锌受带动不断上行；接着美国 4 月标普全球制造业 PMI 初值高于前值及预期值，同时根据美联储公布的褐皮书显示，随着经济不确定性加剧，尤其是关税方面的不确定性，几个地区的前景“显著恶化”，报告 107 次提及关税，而“不确定”一词出现了 89 次，在此情况下伦锌小幅走低；接着伦锌维持震荡，截至本周四 15:00，伦锌录得 2659.5 美元/吨，涨 64.5 美元/吨，涨幅 2.94%。**沪锌：**周

初，沪锌延续上周震荡运行态势；随后根据 SMM 数据显示，截至 4 月 21 日，国内社会库存录得 9.30 万吨，库存减少，支撑沪锌小幅上行；接着受宏观不确定性干扰，沪锌小幅回落；随后虽后续部分冶炼厂存在一定检修情况，但 4 月进口窗口间歇性开启或对国内供给端形成一定补充，国内供给端宽松预期仍存，但下游消费近期无明显大亮点，沪锌维持震荡；接着白宫释放贸易局势缓和信号，叠加 Antamina 铜锌矿山突发事故停产，供给端面临未知压力，沪锌不断上行；随后沪锌在外盘带动作用下同样维持震荡走势；接着根据 SMM 数据显示国内社会库存继续减少，沪锌小幅上行，截至本周四 15: 00，沪锌录得 22590 元/吨，涨 540 元/吨，涨幅 2.45%。

图 18：上海期交所同 LME 当月期锌价格


资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 19：全球主要交易所锌库存（万吨）


资料来源：同花顺，民生证券研究院

(2) 加工费&社会库存

图 20：国产-进口锌加工费周均价


资料来源：SMM，民生证券研究院

表4：锌七地库存 (万吨)

| 日期 | 上海 | 广东 | 天津 | 江苏 | 浙江 | 山东 | 河北 | 原三地总计 | 七地总计 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|
| 2025/4/14 | 5.17 | 1.44 | 2.54 | 0.39 | 0.57 | 0.18 | 0.27 | 9.15 | 10.56 |
| 2025/4/17 | 4.88 | 1.43 | 2.35 | 0.37 | 0.53 | 0.17 | 0.27 | 8.66 | 10.00 |
| 2025/4/21 | 4.44 | 1.24 | 2.34 | 0.36 | 0.48 | 0.17 | 0.27 | 8.02 | 9.30 |
| 2025/4/24 | 4.07 | 0.98 | 2.33 | 0.32 | 0.44 | 0.17 | 0.27 | 7.38 | 8.58 |
| 较上周四变化 | -0.81 | -0.45 | -0.02 | -0.05 | -0.09 | 0.00 | 0.00 | -1.28 | -1.42 |
| 较本周二变化 | -0.37 | -0.26 | -0.01 | -0.04 | -0.04 | 0.00 | 0.00 | -0.64 | -0.72 |

资料来源：SMM，民生证券研究院

图 21：锌进口盈亏及沪伦比值


资料来源：SMM，民生证券研究院，注：沪伦比值为右轴，进口盈亏单位为元/吨

2.3 铅、锡、镍

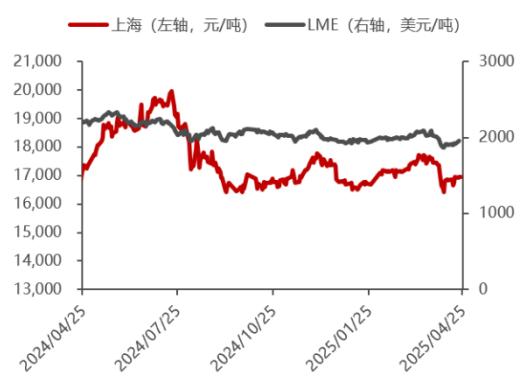
铅：本周 (04/21-04/25)，本周初，伦铅因复活节假期休市，周二开于 1932 美元/吨，期间关税事件因特朗普态度转变发生缓和。周中，伦铅整体走势震荡上行，秘鲁 Antamina 铜锌矿发生事故停产，作为伴生矿铅也受到了提振，同时 LME 铅库存扭势转降，成为支持铅价上涨的因素之一。截止周五 15:00，伦铅终收于 1952.5 美元/吨，涨幅 1.3%。本周沪铅 2506 合约开于 16820 元/吨，因终端消费疲软，下游电池生产企业采购铅锭力度不足，导致价格在低位徘徊。周中，由于废电瓶供应紧张和再生铅炼厂减停产增加，铅运行重心上移，价格在

16800-17000 元/吨区间震荡。截止周五 15:00，沪铅主力 2506 合约收于 16945 元/吨，涨幅 0.53%。

锡：本周（04/21-04/25），沪锡主力合约在 2025 年 4 月 21 日至 25 日期间呈现宽幅震荡格局，受到美国对东南亚四国太阳能产品加征关税、佤邦复产会议以及宏观政策不确定性的影响。整体来看，沪锡价格波动区间大致在 25.2 万至 26.6 万元/吨之间。现货市场方面，成交情况较为平淡，多数贸易商反馈日成交在 30 吨左右，下游及终端企业观望情绪浓厚，以刚需小单为主。**供应方面**，云南与江西精炼锡冶炼企业开工率回落，受原料紧张制约，特别是缅甸复产进度滞后及近期发生的 7.9 级地震加剧了市场对锡矿供应的恐慌情绪。需求方面，下游焊料企业以刚需采购配合部分补库，但“以旧换新”政策及家电排产高位对需求形成潜在支撑，3 月锡焊料行业开工率大幅回升至 75.81%，预计 4 月有望保持较高水平。尽管 Bisie 锡矿将恢复运营的消息一度提振市场信心，但整体来看，短期内沪锡价格短期内或围绕 25.2 万-26.6 万元/吨区间弱势震荡。综合来看，短期内沪锡价格或维持宽幅震荡，建议投资者关注基本面变化，谨慎操作，避免追高风险。

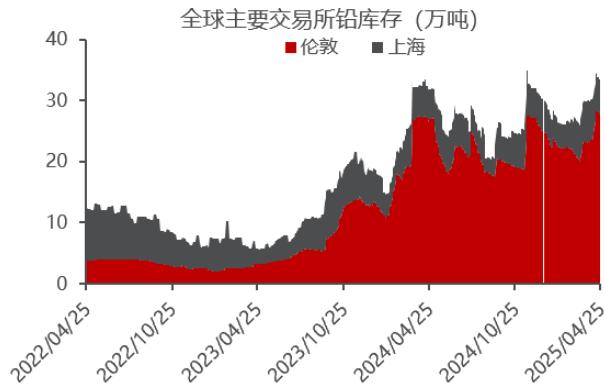
镍：本周（04/21-04/25），本周镍价整体呈现震荡调整态势，SMM1#电解镍价格在 125,300-128,350 元/吨之间波动，平均价格为 126,850 元/吨。**宏观面上**，美联储 6 月加息预期升温及美国制造业数据回暖导致美元指数升至年内高点，以美元计价的伦镍价格承压。此外，中美关税博弈、印尼政策调整以及美元流动性收紧等多重因素交织影响镍价。基本面方面，菲律宾南部雨季基本结束，中品镍矿出货量增加预期，但国内 NPI 价格下跌，对高价镍矿接受程度下降。镍铁冶炼企业原料库存较低，需刚需补库，但下游不锈钢市场成交氛围冷清，需求疲软。综合来看，这些因素将对下周沪镍价格产生一定影响。

图 22：上海期交所同 LME 当月期铅价格



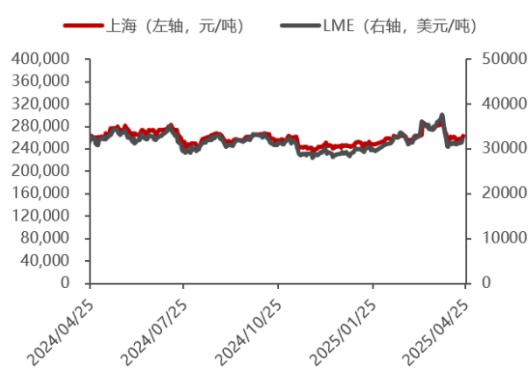
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 23：全球主要交易所铅库存（万吨）



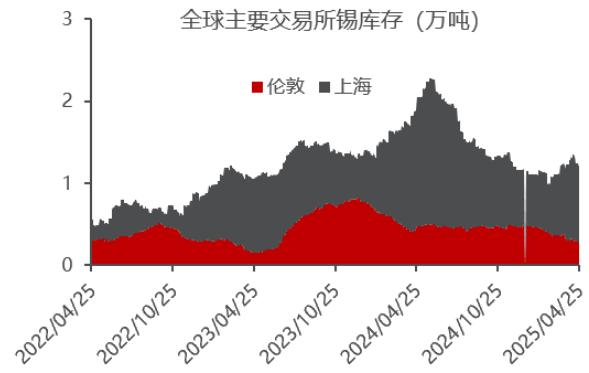
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 24：上海期交所同 LME 当月期锡价格



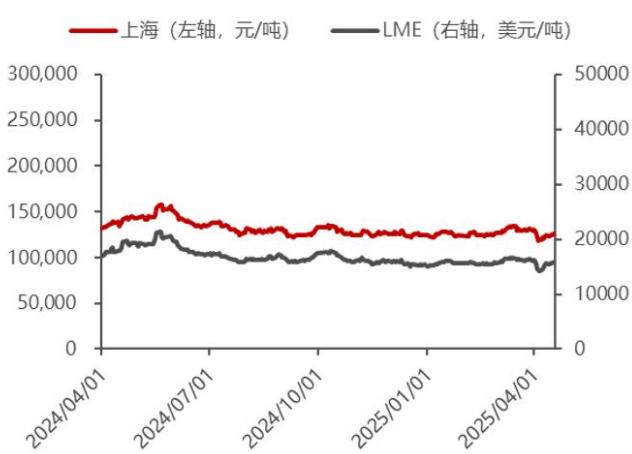
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 25：全球主要交易所锡库存（万吨）



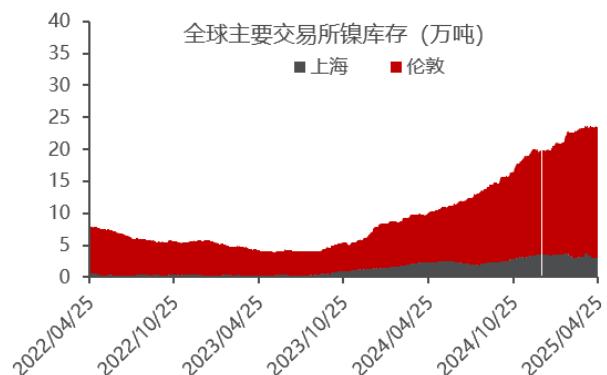
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 26：上海期交所同 LME 当月期镍价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 27：全球主要交易所镍库存（万吨）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

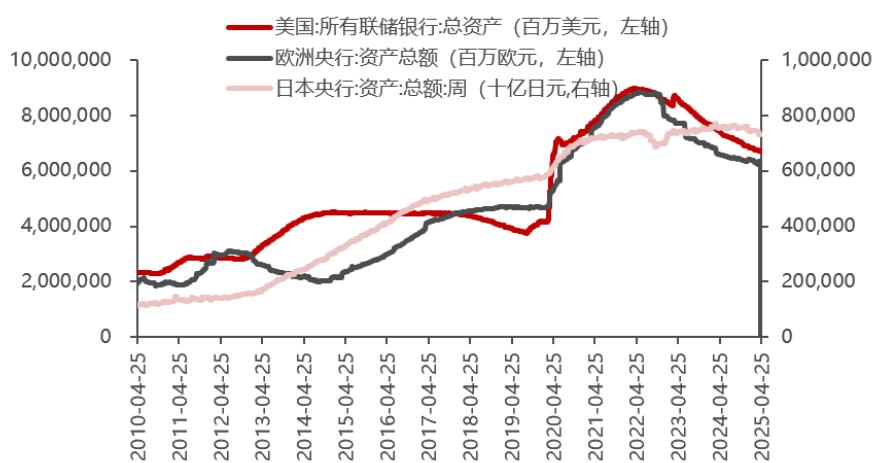
3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

金银：本周（04/21-04/25），金银价格上涨。截至4月24日，国内99.95%

黄金市场均价801.08元/克，较上周均价上涨4.12%，上海现货1#白银市场均价8198元/千克，较上周均价上涨1.43%。周初，耶稣受难日外盘休市，国内金银价格窄幅震荡。随后，特朗普威胁解雇鲍威尔引发政策政治化担忧，伊美核谈判进展有限，地缘风险溢价仍存。市场整体仍维持强劲看涨情绪，黄金价格再创历史新高。然而，美国财长贝森特表示，他预计特朗普发起的对华贸易政策在“极短时间内”将会缓和，同时特朗普也称无意解雇美联储主席鲍威尔，市场避险情绪迅速降温，黄金价格高位回落。当前市场等待美国经济数据指引，COMEX金银主力分别运行在3300-3350和33.5-34.0美元/盎司之间，沪银在8250-8350元/千克区间内窄幅震荡，沪金主力在794元/克附近徘徊。

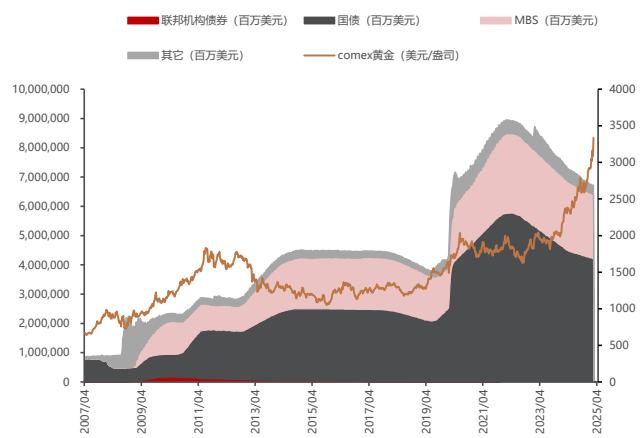
图 28：各国央行的资产总额情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

(1) 央行 BS、实际利率与黄金

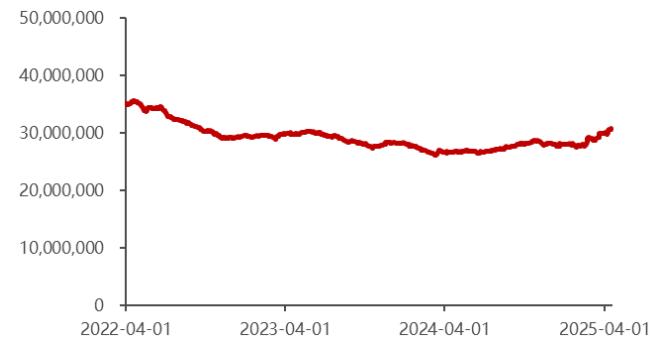
图 29：美联储资产负债表资产



资料来源：同花顺，民生证券研究院

(2) ETF 持仓

图 31：黄金 ETF 持仓 (单位：金衡盎司)



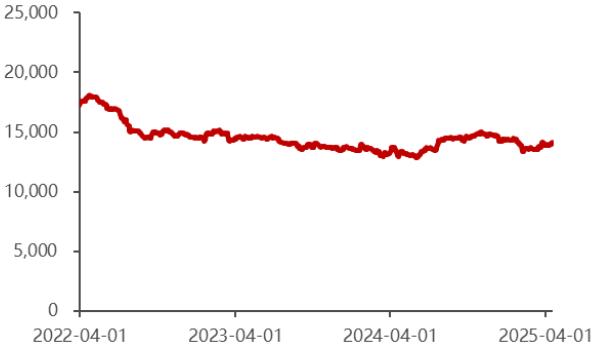
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 30：Comex 黄金与实际利率（%，美元/盎司）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

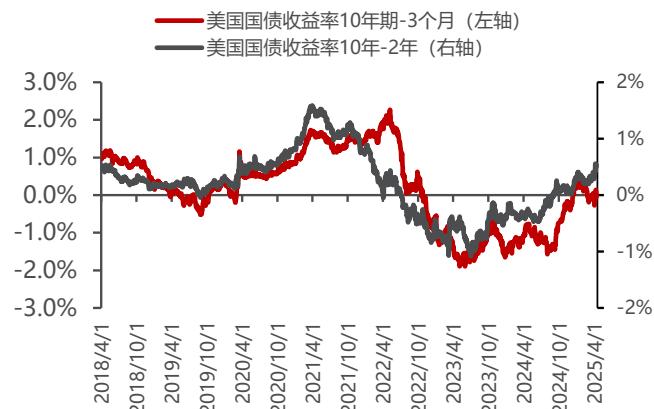
图 32：白银 ETF 持仓 (单位：吨)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

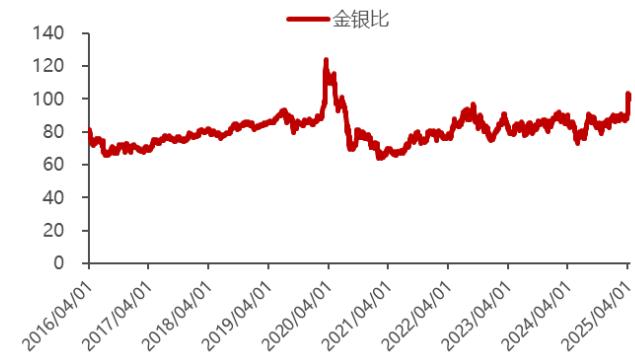
(3) 长短端利差和金银比

图 33：美国国债收益率 (%)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 34：金银比



资料来源：同花顺，民生证券研究院

(4) COMEX 期货收盘价

图 35：COMEX 黄金期货结算价 (美元/盎司)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 36：COMEX 白银期货结算价 (美元/盎司)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

3.2 能源金属

3.2.1 钷

(1) 高频价格跟踪及观点

- 电解钴：本周（04/21-04/25），本周电解钴现货价格强势运行。**从供给端来看，目前市场社会库存依旧偏高，但库存格局略有差异。从供应端来看，由于原材料维持高位，电解钴生产经济性较差，冶炼厂电钴生产积极性偏低，部分冶炼厂出现减产动作；从需求端来看，下游厂商询盘积极性略有提升单高价备库意愿不强。预计下周，电解钴价格维持震荡格局。
- 钴盐及四钴：本周（04/21-04/25），四氧化三钴现货价格小幅下滑。**从供应端来看，多数冶炼厂维持了之前的报价，未进行明显调整。需求端则表现疲弱，市场活跃度不高。部分厂商已经完成了必要的采购，对高价四氧化三钴的接受度下降，交易活动也随之减少。基于当前市场动态和需求趋势，预计下周四氧化三钴价格仍将面临下行压力。
- 三元材料：本周（04/21-04/25），三元材料价格继续呈现下行趋势。**尽管硫酸镍与硫酸钴价格小幅回升，但未能抵消碳酸锂与氢氧化锂价格大幅下调所带来的下行压力。当前市场供应主要依赖此前签订的长协订单，部分企业已对相关折扣系数进行了上调。对于散单交易，厂家普遍采取对硫酸镍、硫酸钴等原材料分别协商折扣的方式进行结算。在生产与订单执行方面，各项生产计划和订单交付均有序推进，整体供给情况与3月基本持平。展望第二季度，需求预计较第一季度有所回升，但增幅有限。从产品结构来看，中镍三元材料本月需求有所增长，预计6系产品的市场占比将进一步提升。从终端应用来看，小动力型三元材料近期需求表现较为活跃，而大动力及消费类三元材料需求则相对平稳。整体来看，三元市场仍缺乏明显的新增需求驱动。价格方面，预计本周三元材料价格将受原材料价格波动影响，呈现小幅震荡走势。

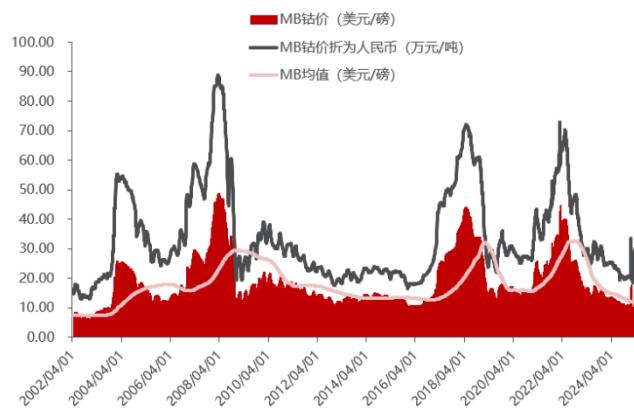
表5：钴系产品价格一览

| 品种 | 产品类别 | 价格单位 | 当周价格 | 单周变动 | 1个月变动 | 年初至今 | 12个月最高 | 12个月最低 |
|-------|-------------|------|----------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 钴粉 | 99.5%min 中国 | 元/公斤 | 263.50 | 0.00% | 5.61% | 62.15% | 263.50 | 162.50 |
| MB 钴 | 低级钴 | 美元/磅 | 15.80 | -0.78% | 0.32% | 44.29% | 16.13 | 9.95 |
| 金属钴 | 99.8%min 中国 | 元/公斤 | 229.50 | 0.88% | 5.52% | 47.59% | 229.50 | 149.50 |
| 钴精矿 | 6-8%中国到岸 | 美元/磅 | 5.85 | 0.00% | 1.74% | 21.88% | 5.85 | 4.75 |
| 四氧化三钴 | 73.5%min 中国 | 元/公斤 | 202.50 | 0.00% | 0.00% | 84.93% | 202.50 | 109.50 |
| 硫酸钴 | 20%min 中国 | 元/吨 | 46500.00 | 0.00% | -4.12% | 78.85% | 49500.00 | 26000.00 |
| 氧化钴 | 72%min 中国 | 元/公斤 | 170.50 | 0.00% | 0.00% | 71.36% | 170.50 | 99.50 |

资料来源：同花顺，LME，上期所，COMEX，民生证券研究院整理

(2) 价差跟踪

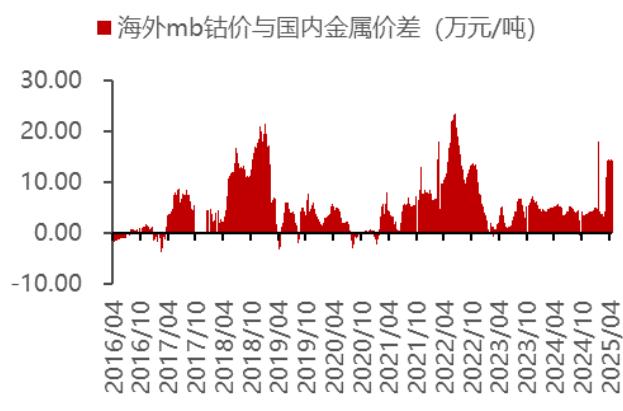
图 37：MB 钴美元及折合人民币价格



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

注：美元汇率为对当日中间汇率

图 38：海内外钴价及价差



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 39：硫酸钴和四氧化三钴价差



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 40：金属钴现货和无锡盘价格差



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

3.2.2 锂

(1) 高频价格跟踪及观点

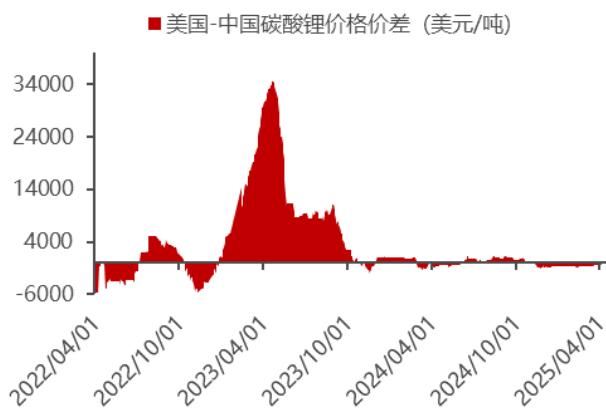
- 碳酸锂：**本周（04/21-04/25），本周碳酸锂现货价格跌幅明显，周度均价较上周相比跌幅约为1300元/吨上下。从需求端来看，5月的需求情况并未达到此前的增量预期。在前期碳酸锂价格处于低点时，下游材料厂普遍进行了备货采买，因此预计后续难以出现大规模的五一节前备库行为。从供应端来看，近期部分上游锂盐厂已出现减停产情况，碳酸锂产出呈现减量态势。不过，总产出仍处高位，过剩格局依然延续。但一旦市场情绪出现利多信号，

减停产的锂盐厂可能会迅速恢复生产，供应量存在较大的弹性。市场消息方面，某锂盐厂因此前设定的地板价被打破，欲调整长协发货量级的消息传来。若考虑极端情况，即长协发货量级全部终止，当月表需面来看或对短期供应造成扰动。但是考虑国内碳酸锂累计库存水平，碳酸锂现货价格仍难有上涨动力。此外，还需关注原料端价格走势。若矿石价格呈现显著下行趋势，非一体化锂盐厂的成本压力将得到一定程度的缓解。随着成本中枢的下移，碳酸锂价格也将被由此拖拽下行。

- **氢氧化锂：本周（04/21-04/25），氢氧化锂价格环比上周下跌幅有增大趋势。**在市场情绪较为低迷、国内需求无明显增速的情况下，锂盐厂因库存高企，出货意愿较前期有所增强；从海关数据来看，近月出口数量持续低位，进一步影响了氢氧化锂的消耗，致使国内锂盐厂出货压力有所增加；叠加近期矿价的下跌致使氢氧化锂成本支撑有所减弱，综合来看，近来国内上下游散单成交折扣有所下探。叠加近期碳酸锂价格持续下行的拖拽，氢氧化锂价格跌幅加剧。当前来看，因需求暂无较大增量预期，氢氧化锂价格易跌难涨。
- **磷酸铁锂：本周（04/21-04/25），磷酸铁锂价格整体呈下降态势，下降约400元/吨，**这主要由于碳酸锂在本周的价格出现较大跌幅，降价约1550元/吨。市场方面：供应端，材料厂在本周生产稳定，4月整体产量较3月增幅约在1%-2%之间。需求端，下游电芯厂需求较稳，较3月有所增长，但增幅较小。4月下旬电芯厂整体提货进度相对有所放缓，需求未呈现出较大增量预期。价格结算方面，4月，材料厂将与电芯厂针对第二季度加工费重新谈涨，但最终未能取得实际进展。预计5月产量整体有小幅增量，材料厂也将持续与电芯厂就结算价格继续谈判。
- **钴酸锂：本周（04/21-04/25），钴酸锂市场延续供需博弈格局。**4.2V/4.4V/4.5V钴酸锂主流报价分别为22.5万元/吨、22.8万元/吨、23.8万元/吨。供应端，随着产业链复工复产完成，行业产能利用率已恢复至高位，预计4月排产环比增加3%；需求端，二季度作为3C电子产品消费旺季，将推动电芯厂采购需求增加。价格方面，钴酸锂价格主要受原材料价格影响，本周钴和碳酸锂的价格较为稳定，因此钴酸锂价格近期变动不大。生产企业现阶段多持观望态度，表示近期不会大规模出货。

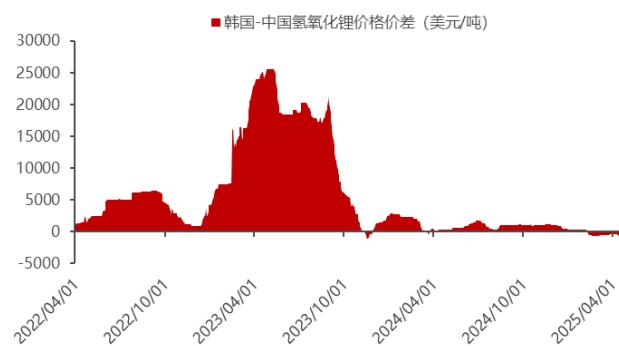
(2) 价差跟踪

图 41：国内外碳酸锂价差



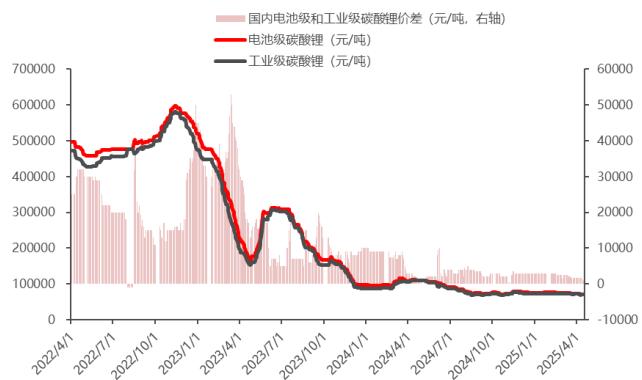
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图 42：国内外氢氧化锂价差



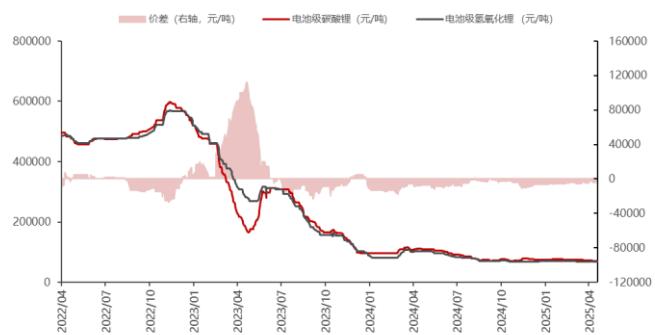
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图 43：国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差



资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

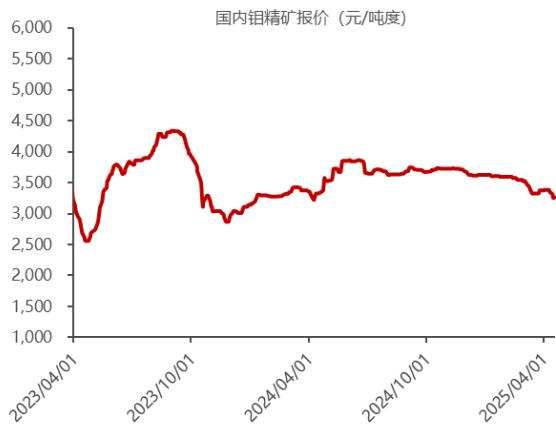
图 44：国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差



资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

3.3 其他小金属

图 45：国内钼精矿价格



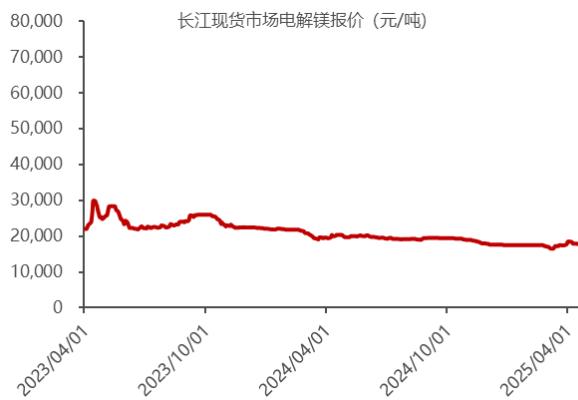
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 46：国内钨精矿价格



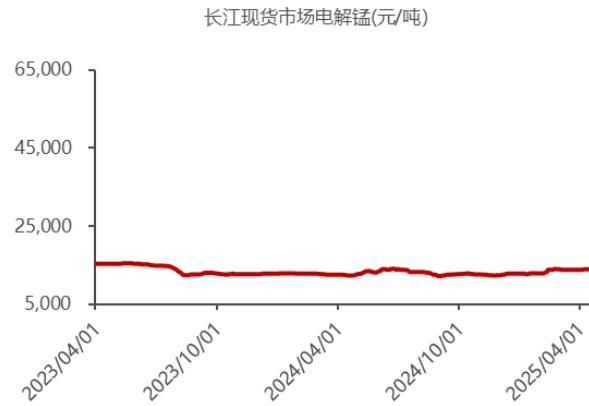
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 47：长江现货市场电解镁价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 48：长江现货市场电解锰价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 49：长江现货市场锑锭价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 50：国产海绵钛价格



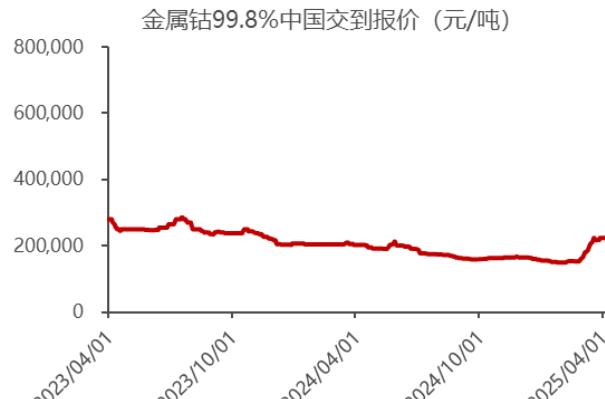
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 51：国产高碳铬铁价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 52：长江现货市场金属钴价格



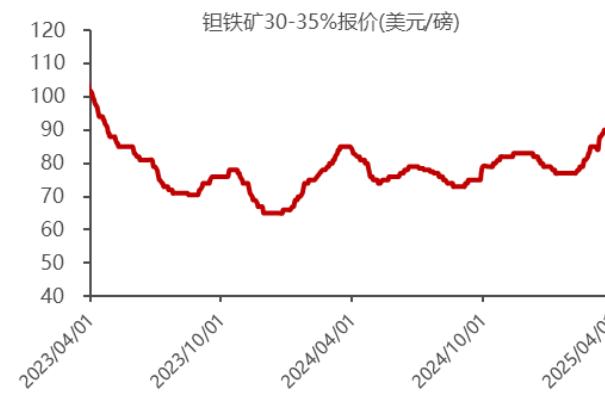
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 53：国内精铟 99.99% 价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

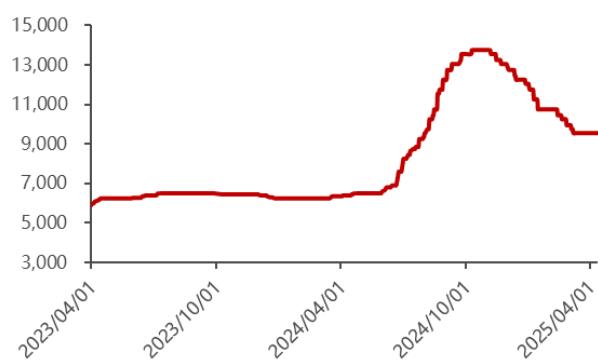
图 54：钽铁矿 30%-35% 价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 55：国产二氧化锗价格

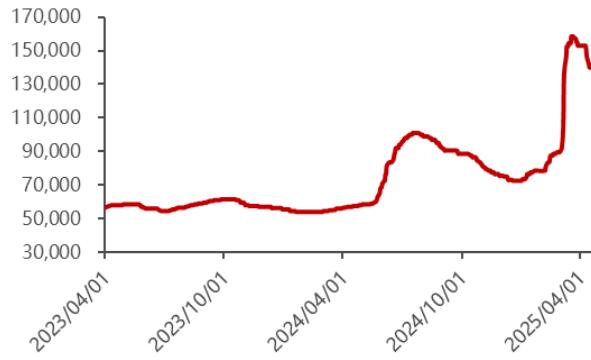
国产二氧化锗99.999%报价（元/千克）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 56：国产精铋价格

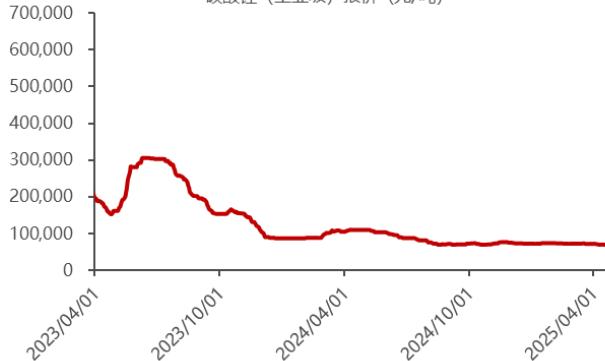
国产精铋99.99%报价（元/吨）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 57：碳酸锂（工业级）价格

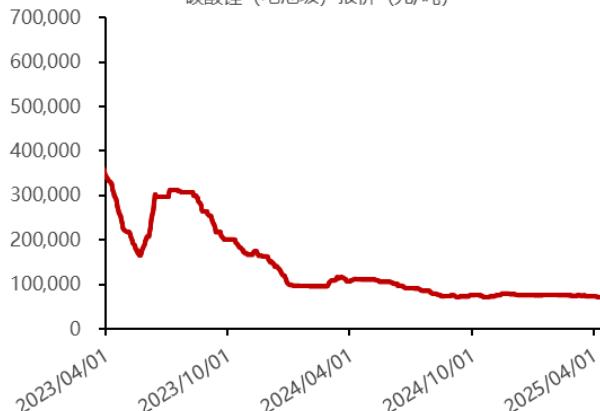
碳酸锂（工业级）报价（元/吨）



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 58：碳酸锂（电池级）价格

碳酸锂（电池级）报价（元/吨）



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

4 稀土价格

稀土磁材：本周（04/21-04/25），本周，碳酸稀土价格整体呈现下行趋势。

4月24日，碳酸稀土价格区间为3.3-3.32万元/吨，独居石矿价格调整至4.06-4.1万元/吨，中钇富铕矿价格约为17.9-18.1万元/吨。离子矿进口方面，3月份中国混合碳酸稀土进口量为1551.5吨，环比增加了3594%，同比也增加了185%。马来西亚的新项目落地生产预计将进一步增加进口量。**本周氧化镨钕价格呈现持续走低的趋势**，从周初的41.6-41.8万元/吨下调至周末的40.8-41万元/吨。稀土氧化物行情整体偏弱运行。镨钕金属价格本周也呈下降趋势，从51.5-51.7万元/吨降至50.3-50.5万元/吨。当前由于出口管制的实施，磁材企业接单量较少，下游磁材企业采购意愿较低，实际成交情况不佳，市场情绪低迷，多数下游企业采取按需采购策略，市场交投活跃度较差。

图 59：氧化镧价格

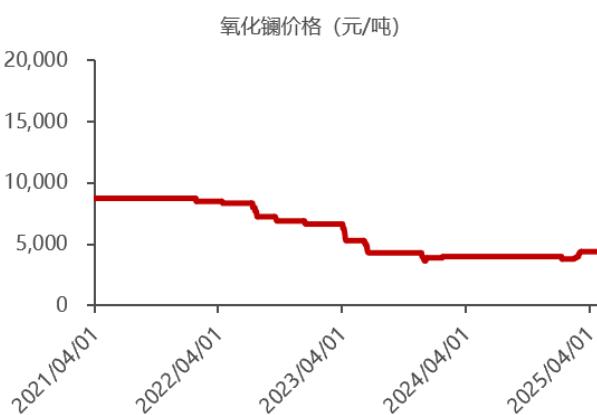
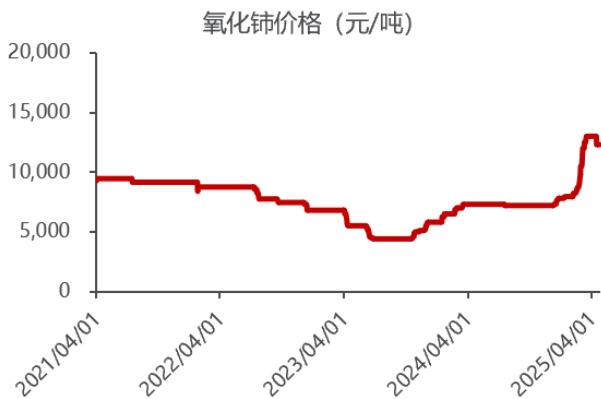


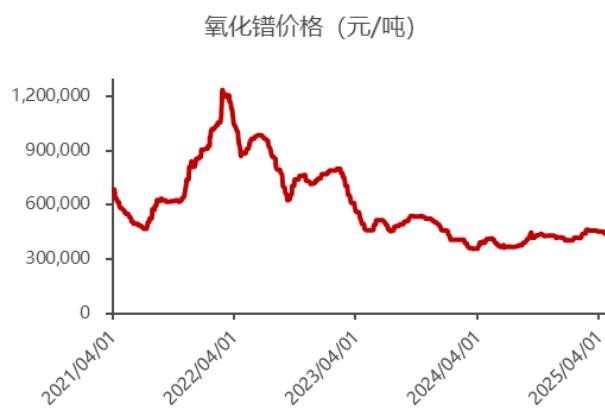
图 60：氧化铈价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

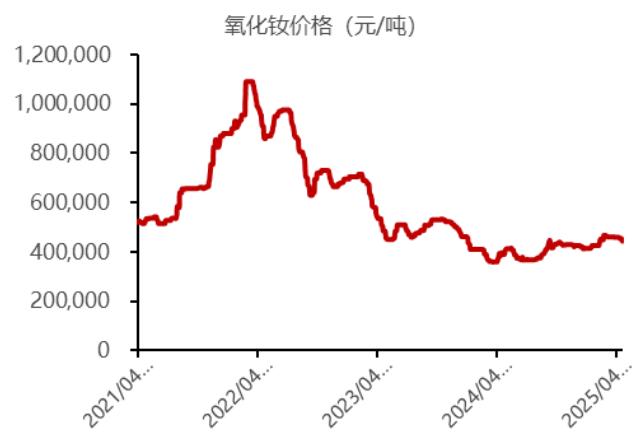
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 61：氧化镨价格



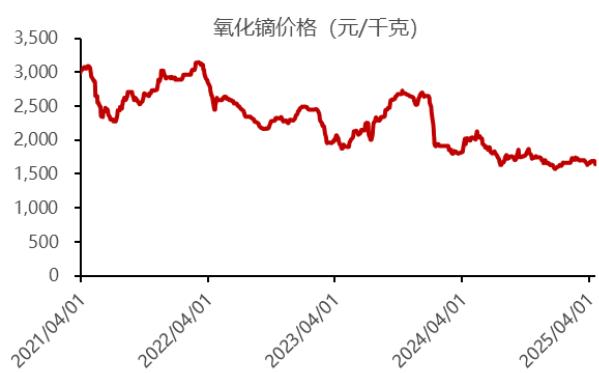
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 62：氧化钕价格



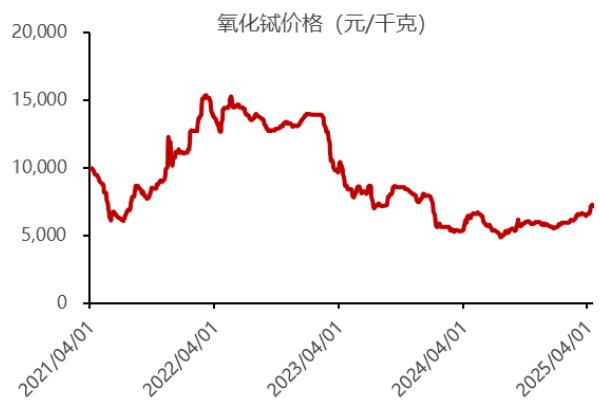
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 63：氧化镝价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 64：氧化铽价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

5 风险提示

1、需求不及预期：若全球经济出现系统性下滑风险，则会对各类金属需求端产生打击，需求恢复或存在弱于预期的风险。

2、供给超预期释放：受限于产能，加上供应干扰较大，供给端释放较慢，若资本开支大幅上升，供应可能有超预期释放。

3、海外地缘政治风险：俄乌冲突持续影响供应，同时地缘冲突风险也影响市场避险情绪，影响未来金属需求。

插图目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 期间涨幅前 10 只股票 (04/21-04/25) | 3 |
| 图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (04/21-04/25) | 3 |
| 图 3: 黄金价格与山东黄金股价走势梳理 | 5 |
| 图 4: 阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理 | 5 |
| 图 5: 华友钴业股价与硫酸钴价格走势梳理 | 5 |
| 图 6: 天齐锂业股价与碳酸锂价格走势梳理 | 5 |
| 图 7: 上海期交所同 LME 当月期铝价格 | 6 |
| 图 8: 全球主要交易所铝库存 (万吨) | 6 |
| 图 9: 预焙阳极盈利梳理 (元/吨) | 7 |
| 图 10: 电解铝单吨盈利梳理 | 7 |
| 图 11: 氧化铝单吨盈利梳理 (单位: 元) | 7 |
| 图 12: 2025 年 4 月全国平均电解铝完全成本构成 | 8 |
| 图 13: 国产和进口氧化铝价格走势 | 9 |
| 图 14: 三大期货交易所铜库存合计+保税区 (吨) | 10 |
| 图 15: 铜精矿加工费 (美元/吨) | 10 |
| 图 16: 上海期交所同 LME 当月期铜价格 | 10 |
| 图 17: 全球主要交易所铜库存 (万吨) | 10 |
| 图 18: 上海期交所同 LME 当月期锌价格 | 11 |
| 图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨) | 11 |
| 图 20: 国产-进口锌加工费周均价 | 12 |
| 图 21: 锌进口盈亏及沪伦比值 | 12 |
| 图 22: 上海期交所同 LME 当月期铅价格 | 14 |
| 图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨) | 14 |
| 图 24: 上海期交所同 LME 当月期锡价格 | 14 |
| 图 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨) | 14 |
| 图 26: 上海期交所同 LME 当月期镍价格 | 14 |
| 图 27: 全球主要交易所镍库存 (万吨) | 14 |
| 图 28: 各国央行的资产总额情况 | 15 |
| 图 29: 美联储资产负债表资产 | 16 |
| 图 30: Comex 黄金与实际利率 (%, 美元/盎司) | 16 |
| 图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司) | 16 |
| 图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 吨) | 16 |
| 图 33: 美国国债收益率 (%) | 17 |
| 图 34: 金银比 | 17 |
| 图 35: COMEX 黄金期货结算价 (美元/盎司) | 17 |
| 图 36: COMEX 白银期货结算价 (美元/盎司) | 17 |
| 图 37: MB 钴美元及折合人民币价格 | 19 |
| 图 38: 海内外钴价及价差 | 19 |
| 图 39: 硫酸钴和四氧化三钴价差 | 19 |
| 图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差 | 19 |
| 图 41: 国内外碳酸锂价差 | 21 |
| 图 42: 国内外氢氧化锂价差 | 21 |
| 图 43: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差 | 21 |
| 图 44: 国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差 | 21 |
| 图 45: 国内钼精矿价格 | 22 |
| 图 46: 国内钨精矿价格 | 22 |
| 图 47: 长江现货市场电解镁价格 | 22 |
| 图 48: 长江现货市场电解锰价格 | 22 |
| 图 49: 长江现货市场锑锭价格 | 23 |
| 图 50: 国产海绵钛价格 | 23 |
| 图 51: 国产高碳铬铁价格 | 23 |
| 图 52: 长江现货市场金属钴价格 | 23 |
| 图 53: 国内精钢 99.99% 价格 | 23 |
| 图 54: 钽铁矿 30%-35% 价格 | 23 |

| | |
|--------------------------|----|
| 图 55: 国产二氧化锗价格 | 24 |
| 图 56: 国产精铋价格 | 24 |
| 图 57: 碳酸锂 (工业级) 价格 | 24 |
| 图 58: 碳酸锂 (电池级) 价格 | 24 |
| 图 59: 氧化镧价格 | 25 |
| 图 60: 氧化铈价格 | 25 |
| 图 61: 氧化镨价格 | 26 |
| 图 62: 氧化钕价格 | 26 |
| 图 63: 氧化镝价格 | 26 |
| 图 64: 氧化铽价格 | 26 |

表格目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 重点公司盈利预测、估值与评级 | 1 |
| 表 1: 金属价格、库存变化表 | 3 |
| 表 2: 铝产业链价格统计 | 6 |
| 表 3: 国内主要地区电解铝社会库存 (单位: 万吨) | 8 |
| 表 4: 锌七地库存 (万吨) | 12 |
| 表 5: 钴系列产品价格一览 | 18 |

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|-------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5%~15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048