

## 美国减税法案落地，铜金共振

2025 年 07 月 06 日

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@mszq.com

研究助理 王作荣

执业证书: S0100124060015

邮箱: wangzuoshen@mszq.com

## 相关研究

1. 有色金属周报 20250628: 降息预期升温, 金属价格走强-2025/06/29
2. 金属行业 2025 年中期投资策略系列报告之贵金属篇: 烽烟卷起怒涛滔, 金阙九霄破浪高-2025/06/24
3. 有色金属周报 20250620: 商品价格偏强震荡, 钴或迎变局-2025/06/21
4. 金属行业 2025 年中期投资策略系列报告之能源金属篇: 否极泰来, 曙光已现-2025/06/21
5. 金属行业 2025 年中期投资策略系列报告之小金属&新材料篇: 战略金属重新定价, 新材料迭代创机遇-2025/06/21

➤ 本周 (06/30-07/04) 上证综指上涨 1.40%, 沪深 300 指数上涨 1.54%, SW 有色金属指数上涨 1.03%, 贵金属 COMEX 黄金变动-0.17%, COMEX 白银变动+0.42%。工业金属 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡价格分别变动+0.79%、+0.56%、-1.16%、+1.20%、+1.35%、-0.01%, 工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动+5.96%、+1.34%、-5.99%、-2.69%、-0.29%、+2.36%。

➤ 工业金属: “大而美”法案过会+联储降息预期, 美国经济预期强烈, 国内制造业 PMI 显示复苏迹象, 工业金属价格走强。铜方面, 本周 SMM 进口铜精矿指数 (周) 报 -44.21 美元/吨, 环比增加 0.56 美元/吨。海关数据显示, 尽管智利 5 月铜产量创下年内最高水平达到 48.7 万吨, 但在全球铜市供需紧张情况下, 铜精矿及其矿砂的整体进口情况仍面临一定挑战。需求端开工继续下行, SMM 铜线缆企业开工率 67.81%, 环比下降 2.37pct, 需求淡季, 高铜价抑制下游采购意愿。铝方面, 几内亚雨季对矿端影响持续, 国内电解铝运行产能维持高位, 云南第二批置换项目投产运行, 行业开工率回升; 电解铝下游需求疲软, 高铝价抑制出库表现。国内铝锭库存继续累库, 周内增加 0.6 万吨, 预计库存稳中小增。重点推荐: 五矿资源、洛阳钼业、紫金矿业、金诚信、中国有色矿业、中国铝业、中孚实业、中国宏桥、天山铝业、云铝股份、神火股份。

➤ 能源金属: 刚果金禁令支撑钴价上行, 碳酸锂行业出清有待观察。锂方面, 市场整体仍处于“上游挺价、下游压价”的博弈状态, 碳酸锂现货价格呈现企稳回升态势。供应端市场可流通货源充足, 冶炼厂维持高位报价。下游正极材料厂采购仍以刚需为主, 备库意愿未见明显增强, 待资源端进一步出清。钴方面, 本周某矿企宣布不可抗力, 进一步增强矿场和贸易商看涨情绪, 大部分企业仍暂停报价。中间品生产矿企和贸易商看涨情绪强烈, 冶炼厂成本倒挂, 担忧原料短缺。刚果金政策超预期, 钴价新一轮上涨有望启动。镍方面, 原料成本较高, 部分镍盐企业停产检修, 前驱体企业询价积极性偏弱, 下游需求未见明显增量, 预计短期内镍盐价格将持稳运行。重点推荐: 藏格矿业、华友钴业、中矿资源、永兴材料、盐湖股份, 建议关注腾远钴业、寒锐钴业、力勤资源。

➤ 贵金属: 特朗普减税议案加剧赤字, 美联储降息预期升温, 看好金价表现。本周美国“大而美”法案通过, 美国货币信用与债务问题前景堪忧, 7 月 9 日贸易关税暂停期限临近, 全球市场对贸易摩擦的担忧加剧。白银因为工业属性以及补涨驱动下, 价格表现偏强。中长期看, 央行购买黄金+美元信用弱化为为主线, 持续看好金价中枢上移。重点推荐: 山东黄金、潼关黄金、万国黄金集团、山金国际、招金矿业、中金黄金、湖南黄金、赤峰黄金, 建议关注西部黄金、中国黄金国际、灵宝黄金等, 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)   | 2024A   | 2025E | 2026E | 2024A  | 2025E | 2026E |    |
| 601899.SH | 紫金矿业   | 20.05 | 1.21    | 1.57  | 1.74  | 17     | 13    | 12    | 推荐 |
| 603993.SH | 洛阳钼业   | 8.54  | 0.63    | 0.70  | 0.81  | 14     | 12    | 11    | 推荐 |
| 000807.SZ | 云铝股份   | 16.70 | 1.27    | 2.33  | 2.62  | 13     | 7     | 6     | 推荐 |
| 603799.SH | 华友钴业   | 37.65 | 2.50    | 3.11  | 3.61  | 15     | 12    | 10    | 推荐 |
| 002738.SZ | 中矿资源   | 32.94 | 1.05    | 1.10  | 2.48  | 31     | 30    | 13    | 推荐 |
| 002756.SZ | 永兴材料   | 32.75 | 1.97    | 1.88  | 3.08  | 17     | 17    | 11    | 推荐 |
| 603979.SH | 金诚信    | 45.42 | 2.57    | 3.42  | 3.84  | 18     | 13    | 12    | 推荐 |
| 601168.SH | 西部矿业   | 17.10 | 1.23    | 1.37  | 1.70  | 14     | 12    | 10    | 推荐 |
| 1258.HK   | 中国有色矿业 | 7.34  | 0.77    | 0.85  | 0.85  | 9      | 9     | 9     | 推荐 |
| 600547.SH | 山东黄金   | 32.92 | 0.57    | 1.37  | 1.51  | 58     | 24    | 22    | 推荐 |
| 600489.SH | 中金黄金   | 14.33 | 0.70    | 1.14  | 1.43  | 20     | 13    | 10    | 推荐 |
| 600988.SH | 赤峰黄金   | 24.38 | 1.07    | 1.65  | 1.89  | 23     | 15    | 13    | 推荐 |
| 000975.SZ | 山金国际   | 18.92 | 0.78    | 1.25  | 1.41  | 24     | 15    | 13    | 推荐 |
| 1818.HK   | 招金矿业   | 21.15 | 0.43    | 0.84  | 0.92  | 49     | 25    | 23    | 推荐 |
| 002155.SZ | 湖南黄金   | 17.95 | 0.70    | 1.64  | 1.99  | 26     | 11    | 9     | 推荐 |
| 1208.HK   | 五矿资源   | 3.89  | 0.08    | 0.39  | 0.46  | 50     | 10    | 8     | 推荐 |

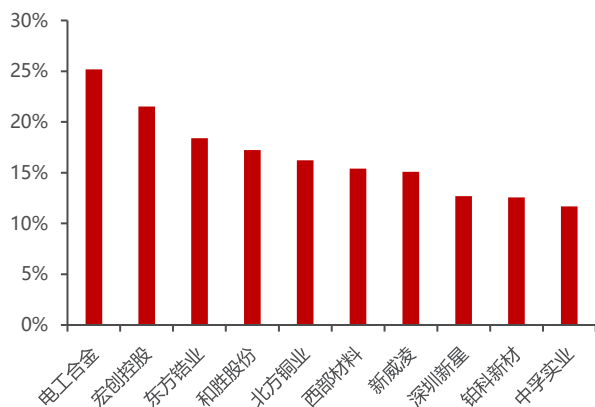
资料来源: ifind, 民生证券研究院预测。(注: 股价为 2025 年 7 月 4 日收盘价, 港币/人民币 0.93, 美元/人民币 7.2, 中国有色矿业、招金矿业、五矿资源为港币)

# 目录

|                        |           |
|------------------------|-----------|
| <b>1 行业及个股表现 .....</b> | <b>3</b>  |
| <b>2 基本金属 .....</b>    | <b>3</b>  |
| 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        |
| <b>3 贵金属、小金属 .....</b> | <b>14</b> |
| 3.1 贵金属 .....          | 14        |
| 3.2 能源金属 .....         | 17        |
| 3.3 其他小金属 .....        | 21        |
| <b>4 稀土价格 .....</b>    | <b>24</b> |
| <b>5 风险提示 .....</b>    | <b>26</b> |
| <b>插图目录 .....</b>      | <b>27</b> |
| <b>表格目录 .....</b>      | <b>28</b> |

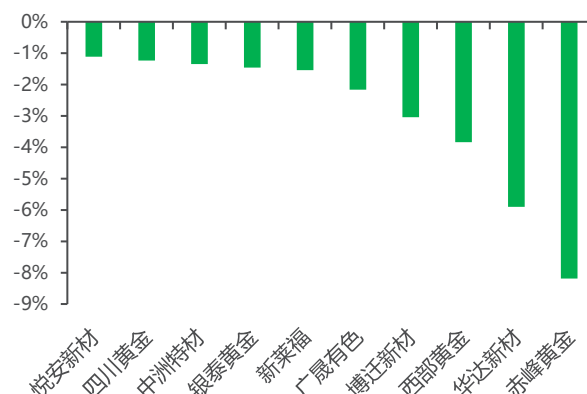
## 1 行业及个股表现

图 1：期间涨幅前 10 只股票 (06/30-07/04)



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 (06/30-07/04)



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<br>2025/07/03 | 一周来     | 变化<br>本月上 | 变化<br>今年上 |
|--------|----------|------|---------------------|---------|-----------|-----------|
| 基本金属价格 |          |      |                     |         |           |           |
| LME 价格 | 铝(当月)    | 美元/吨 | 2606                | 0.79%   | 0.31%     | 3.02%     |
|        | 铜(当月)    | 美元/吨 | 9951.5              | 0.56%   | 0.74%     | 13.07%    |
|        | 锌(当月)    | 美元/吨 | 2738                | -1.16%  | -0.11%    | -6.36%    |
|        | 铅(当月)    | 美元/吨 | 2063                | 1.20%   | 1.05%     | 6.70%     |
|        | 镍(当月)    | 美元/吨 | 15355               | 1.35%   | 1.52%     | 2.09%     |
|        | 锡(当月)    | 美元/吨 | 33805               | -0.01%  | 0.16%     | 18.78%    |
| 国内价格   | 铝(当月)    | 元/吨  | 20680               | 1.15%   | 0.49%     | 3.69%     |
|        | 铜(当月)    | 元/吨  | 80560               | 2.12%   | 0.86%     | 9.93%     |
|        | 锌(当月)    | 元/吨  | 22325               | 0.38%   | -0.76%    | -11.64%   |
|        | 铅(当月)    | 元/吨  | 17245               | 0.12%   | 0.26%     | 2.50%     |
|        | 镍(当月)    | 元/吨  | 121790              | 0.79%   | 0.79%     | -1.64%    |
|        | 锡(当月)    | 元/吨  | 268420              | 0.43%   | 0.12%     | 9.72%     |
| 基本金属库存 |          |      |                     |         |           |           |
| 铝      | LME 库存   | 万吨   | 35.70               | 5.96%   | 3.25%     | -43.75%   |
|        | 上海期交所库存  | 万吨   | 9.43                | -9.76%  | 0.00%     | -53.13%   |
| 铜      | LME 库存   | 万吨   | 9.43                | 1.34%   | 4.08%     | -65.24%   |
|        | COMEX 库存 | 万吨   | 22.10               | 6.28%   | 4.61%     | 136.64%   |
| 锌      | 上海期交所库存  | 万吨   | 8.16                | -19.11% | 0.00%     | 9.95%     |
|        | LME 库存   | 万吨   | 11.27               | -5.99%  | -4.09%    | -51.87%   |
|        | 上海期交所库存  | 万吨   | 4.36                | 1.79%   | 0.00%     | 44.31%    |

|   |         |    |       |        |        |         |
|---|---------|----|-------|--------|--------|---------|
| 铅 | LME 库存  | 万吨 | 26.59 | -2.69% | -2.22% | 9.79%   |
|   | 上海期交所库存 | 万吨 | 5.19  | 1.24%  | 0.00%  | 0.21%   |
| 镍 | LME 库存  | 万吨 | 20.36 | -0.29% | -0.19% | 25.33%  |
|   | 上海期交所库存 | 万吨 | 2.47  | -2.32% | 0.00%  | -31.57% |
| 锡 | LME 库存  | 万吨 | 0.22  | 2.36%  | -0.46% | -54.52% |
|   | 上海期交所库存 | 万吨 | 0.70  | -0.14% | 0.00%  | 3.47%   |

#### 贵金属价格

|          |    |       |         |        |       |        |
|----------|----|-------|---------|--------|-------|--------|
| COMEX 价格 | 黄金 | 美元/盎司 | 3336.00 | -0.17% | 0.63% | 24.89% |
|          | 白银 | 美元/盎司 | 37.04   | 0.42%  | 1.95% | 23.53% |
| 国内价格     | 黄金 | 元/克   | 776.14  | 0.32%  | 1.53% | 25.89% |
|          | 白银 | 元/千克  | 8929.00 | 1.78%  | 2.30% | 18.16% |

#### 小金属价格

|           |      |        |         |        |         |
|-----------|------|--------|---------|--------|---------|
| 钼精矿       | 元/吨度 | 3805   | 0.00%   | 0.00%  | 4.97%   |
| 钨精矿       | 元/吨  | 172000 | 0.00%   | 0.00%  | 20.70%  |
| 电解镁       | 元/吨  | 17700  | 0.57%   | 0.00%  | 1.14%   |
| 电解锰       | 元/吨  | 13800  | 0.00%   | 0.00%  | 7.81%   |
| 锑锭(1#)    | 元/吨  | 192500 | -2.53%  | -1.28% | 34.62%  |
| 海绵钛       | 元/千克 | 52500  | 0.00%   | 0.00%  | 20.69%  |
| 铬铁 (高碳)   | 元/吨  | 8100   | 0.00%   | 0.00%  | 7.28%   |
| 钴         | 元/吨  | 244.5  | -99.90% | 0.41%  | -99.84% |
| 铋         | 元/吨  | 132500 | 0.00%   | 0.00%  | 80.27%  |
| 钽铁矿       | 美元/磅 | 88     | -1.12%  | 0.00%  | 11.39%  |
| 二氧化锆      | 元/千克 | 10100  | 0.00%   | 0.00%  | -14.04% |
| 铟         | 元/千克 | 2505   | 0.00%   | 0.00%  | -0.79%  |
| 碳酸锂 (工业级) | 元/吨  | 62000  | 5.26%   | 3.68%  | -14.48% |
| 碳酸锂 (电池级) | 元/吨  | 63600  | 5.12%   | 3.58%  | -15.76% |
| 五氧化二钒     | 元/吨  | 70000  | -1.41%  | 0.00%  | -4.11%  |

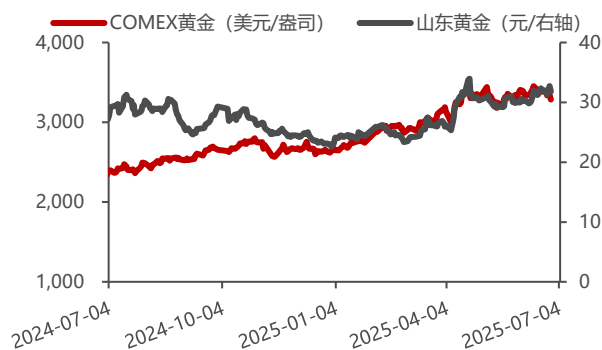
#### 稀土

|       |       |      |        |        |        |        |
|-------|-------|------|--------|--------|--------|--------|
| 稀土氧化物 | 氧化镧   | 元/吨  | 4500   | 0.00%  | 0.00%  | 12.50% |
|       | 氧化铈   | 元/吨  | 10900  | 0.00%  | 0.00%  | 39.74% |
|       | 氧化镨   | 元/吨  | 450000 | 0.00%  | 0.00%  | 11.66% |
|       | 氧化钕   | 元/吨  | 462500 | 0.11%  | 0.11%  | 11.71% |
|       | 氧化铈   | 元/千克 | 1625   | 0.31%  | 0.62%  | 0.93%  |
|       | 氧化铈   | 元/千克 | 7100   | -0.21% | 0.50%  | 26.56% |
|       | 镨钕氧化物 | 元/吨  | 445000 | 0.00%  | 0.11%  | 11.81% |
| 稀土金属  | 金属镧   | 元/吨  | 21500  | 0.00%  | 0.00%  | -4.44% |
|       | 金属铈   | 元/吨  | 30250  | 0.00%  | 0.00%  | 21.00% |
|       | 金属镨   | 元/吨  | 552500 | 0.00%  | 0.00%  | 11.17% |
|       | 金属钕   | 元/吨  | 552500 | 0.00%  | 0.00%  | 11.17% |
|       | 金属铈   | 元/千克 | 2035   | 0.00%  | 0.00%  | 0.25%  |
|       | 金属铈   | 元/千克 | 8750   | -0.85% | -0.46% | 25.45% |
|       | 镨钕合金  | 元/吨  | 445000 | 0.00%  | 0.11%  | 11.81% |

资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

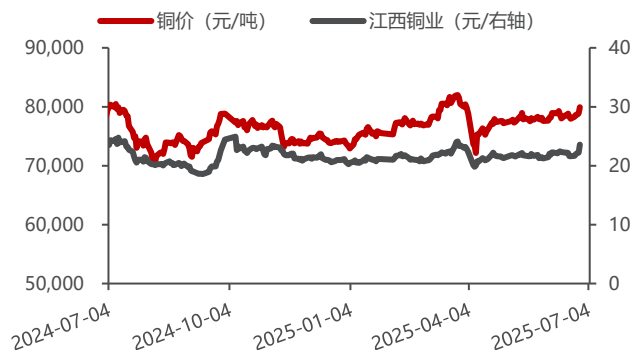
## 2.1 价格和股票相关性复盘

图 3：黄金价格与山东黄金股价走势梳理



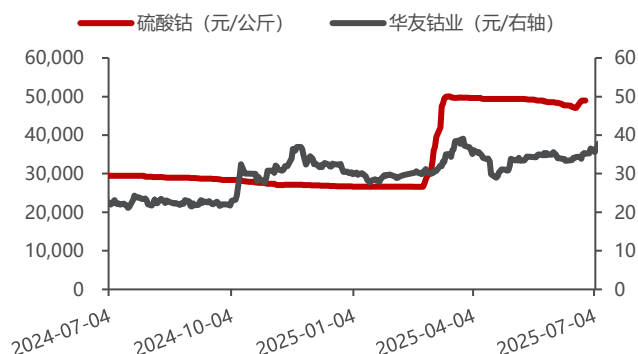
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 4：阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理



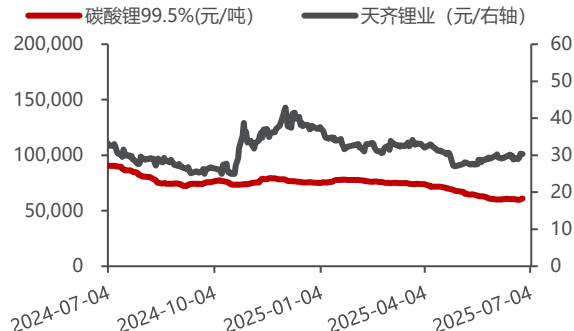
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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（06/30-07/04），宏观面，6月份国内经济数据表现良好，针对消费景气程度下降的现状，利好政策仍在持续加码，促进消费方向不变。海外宏观博弈不确定性加剧，关税7月9日最后期限将至，市场避险情绪愈加浓厚。基本  
面，部分地区电解铝厂铸锭量增多，进入7月份下游各版块淡季氛围浓厚，叠加铝价居高不下进一步抑制开工表现，市场现货成交难言理想，铝锭库存连续累库，现货升贴水走弱明显，电解铝即时成本环比继续走低。综合来看，当前低库存仍为铝价提供支撑，但在累库预期、消费走弱和宏观不确定性三重压力下，预

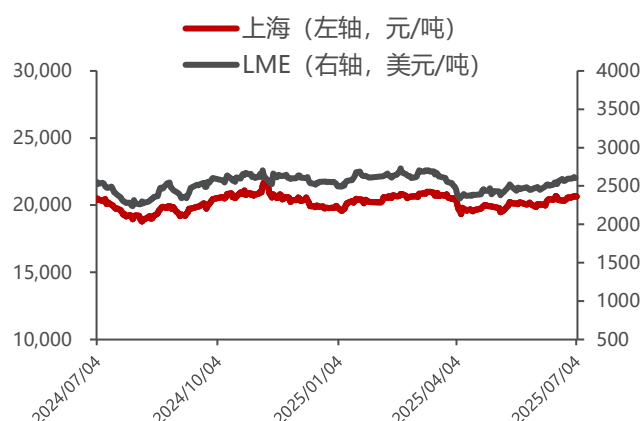
计短期铝价高位承压风险加剧，上方空间仍存但较为狭窄，后续需关注铸锭量与库存变化情况。SMM 预计下周沪铝主力 2508 合约将运行于 20300-21000 元/吨，伦铝将运行于 2550-2660 美元/吨。

表2：铝产业链价格统计

|            | 2025-07-03 |       | 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        | 20,780     | -130  | -0.62% | 130.0 | 0.63%  | 530.0 | 2.62%  |
| 氧化铝        | 3,150      | 0.0   | 0.00%  | -20.0 | -0.63% | 150.0 | 5.00%  |
| 铝土矿 (澳洲进口) | 583.59     | -0.26 | -0.04% | -0.6  | -0.10% | -1.5  | -0.26% |
| 铝土矿 (广西)   | 565.0      | 0.0   | 0.00%  | 0.0   | 0.00%  | 0.0   | 0.00%  |
| 铝土矿 (山西)   | 632.8      | 0.0   | 0.00%  | 0.0   | 0.00%  | -22.6 | -3.45% |
| 预焙阳极       | 4,920      | 0.0   | 0.00%  | 0.0   | 0.00%  | -50.0 | -1.01% |
| 动力煤        | 615.0      | 0.0   | 0.00%  | 0.0   | 0.00%  | -5.0  | -0.81% |

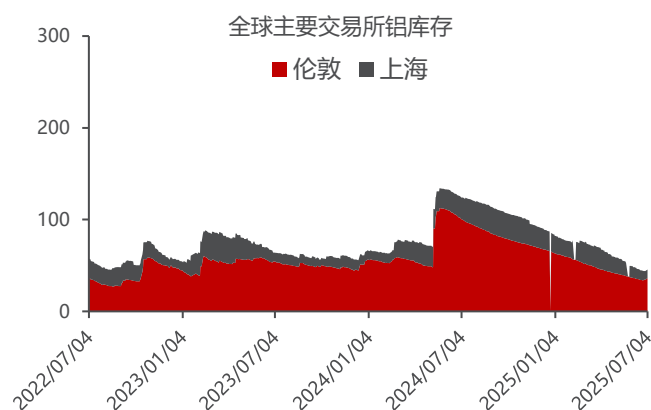
资料来源：同花顺，民生证券研究院整理

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

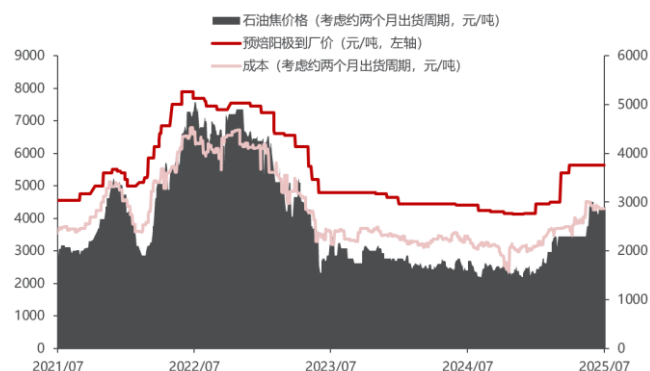
图 8：全球主要交易所铝库存 (万吨)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

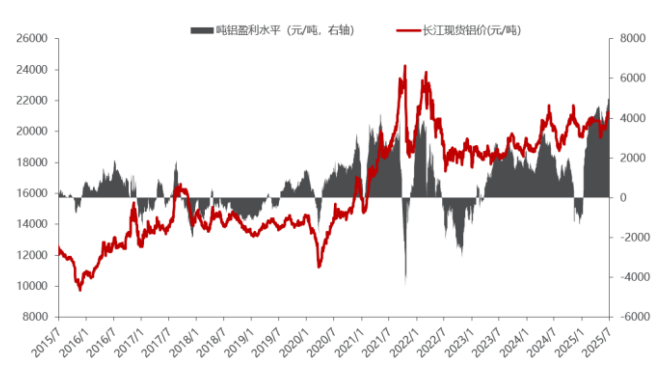
## (2) 利润

图 9：预焙阳极盈利梳理（元/吨）



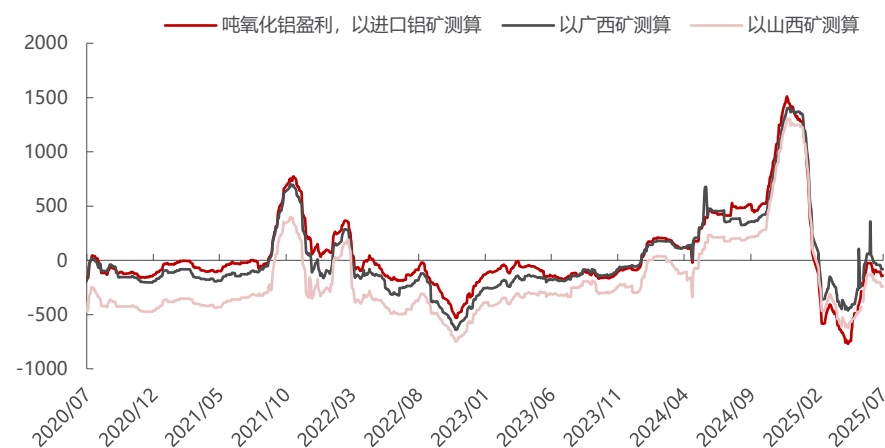
资料来源：SMM，民生证券研究院

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）

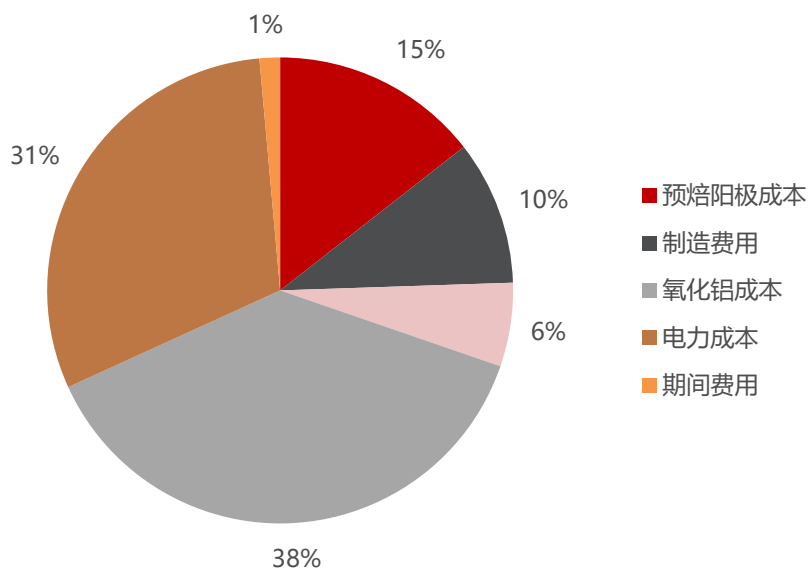


资料来源：同花顺，百川资讯，民生证券研究院测算

注：数据截至 2025.07.04

(3) 成本库存

图 12：2025 年 6 月全国平均电解铝完全成本构成



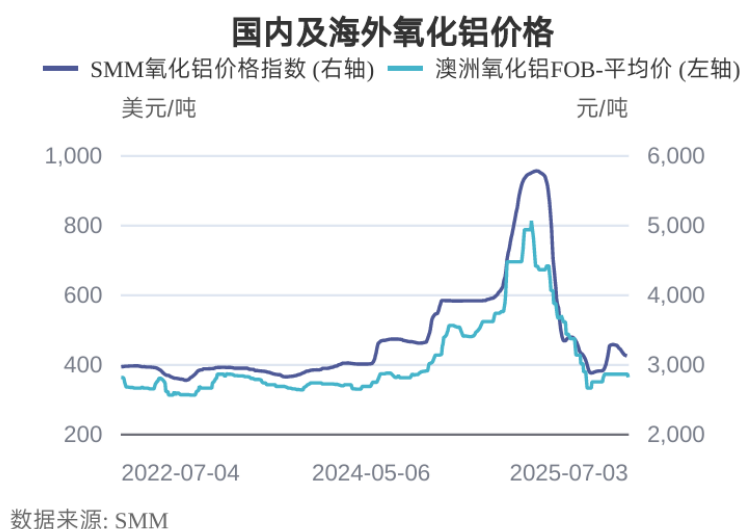
资料来源：SMM，民生证券研究院

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   |
|-----------|-----|------|------|-----|-----|-----|-----|------|------|
| 2025-6-26 | 5.2 | 11.3 | 4.2  | 6.3 | 2.2 | 0.6 | 1.5 | 15.0 | 46.3 |
| 2025-6-30 | 5.1 | 11.5 | 4.0  | 6.6 | 2.3 | 0.8 | 1.5 | 15.0 | 46.8 |
| 2025-7-3  | 5.2 | 11.8 | 3.9  | 7.1 | 2.3 | 0.8 | 1.5 | 14.7 | 47.4 |
| 较上周四变化    | 0.0 | 0.5  | -0.3 | 0.8 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | -0.3 | 1.1  |

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



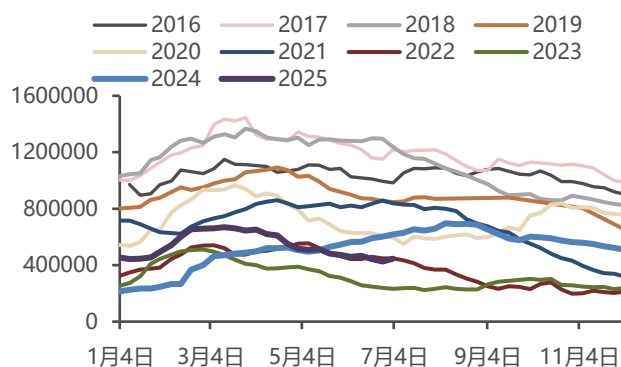
资料来源: SMM, 民生证券研究院; 注: 图中澳大利亚氧化铝 FOB 价格为右轴

## 2.2.2 铜

### (1) 价格周度观点

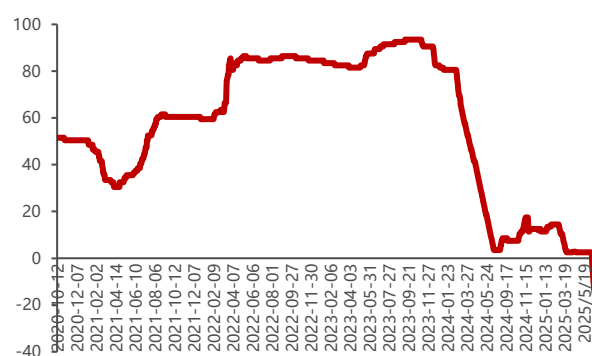
**本周 (06/30-07/04)**，宏观方面，国际宏观环境方面，美联储的政策预期和美元指数的波动对市场情绪产生了一定影响。国内经济方面，制造业 PMI 数据显示出一定的复苏迹象，但仍面临需求不足的压力。**基本面方面**，铜价大幅上涨引发市场惜售情绪，再生铜原料市场流通量减少。LME 库存止跌回涨，但比价修复后持货商主动进口仍不活跃。国内现货市场较为冷清，下游采购意愿低迷，导致部分地区现货升贴水下降。此外，高铜价抑制了终端企业的采购，多个行业如电线电缆、漆包线等开工率持续下滑。**展望下周**，宏观经济形势依然复杂，海外市场需求疲软可能继续压制铜价。伦铜和沪铜价格预计将继续受到高铜价和淡季需求的影响，整体市场或将维持弱势震荡。

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

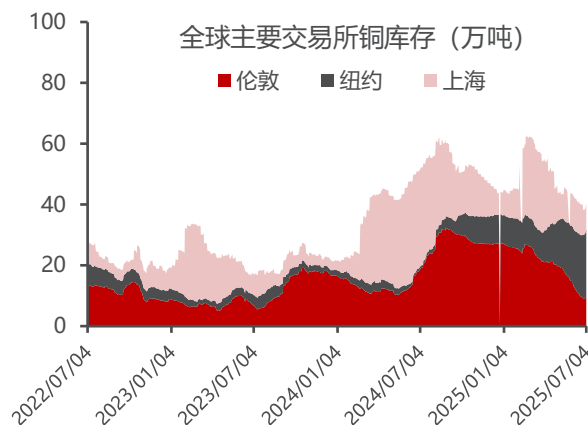
图 15：铜精矿加工费 (美元/吨)



资料来源: 亚洲金属网, 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

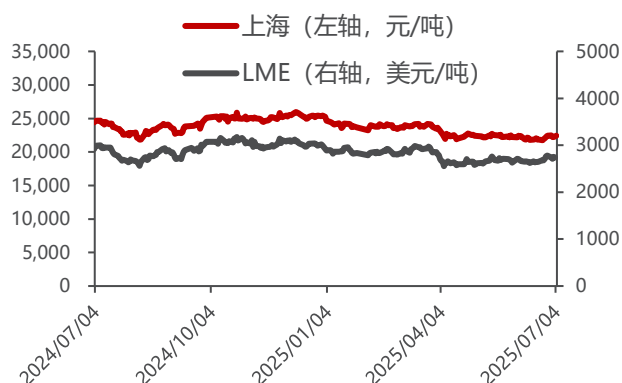
## 2.2.3 锌

### (1) 价格周度观点

**本周 (06/30-07/04) , 伦锌:** 周初, 伦锌维持上周震荡运行态势, 随后因近期美国与加拿大在关税问题上再生事端, 市场充满紧张情绪, 部分投资者止盈离场, 伦锌自高位一路回落; 接着特朗普的“大而美法案”在参议院获得通过, 同时 7 月 9 日的贸易关税暂停最后期限越来越近, 市场避险需求上升, 然美元指数先跌后涨, 伦锌维持震荡运行; 随后美国 5 月 JOLTs 职位空缺意外升至去年 11 月以来最高, 劳动力市场保持稳定, 削减市场的降息预期, 伦锌小幅回落; 接着市场对后续的“小非农”数据较为期待, 伦锌在等待中维持短暂震荡运行; 而随后的美国 6 月 ADP 就业人数最终录得-3.3 万人, 创 2023 年 3 月以来最大降幅, 市场加大美联储于今年多次降息的预期, 伦锌不断上行; 随后市场又继续等待即将公布的 6 月季调后非农业就业数据, 伦锌继续维持震荡运行。截至本周四 15:00, 伦锌录得 2746.5 美元/吨, 跌 32 美元/吨, 跌幅 1.15%。**沪锌:** 周初, 沪锌小幅下行; 随后在外盘带动下沪锌小幅走高; 接着受近期美国与加拿大的关税扰动影响, 沪锌在外盘带动下跳空低开; 随后我国 6 月官方制造业 PMI 终值录得 49.7, 高于前值并且符合预期, 市场信心受到一定提振, 但近期下游消费整体偏弱运行, 因此沪锌维持震荡运行; 随后沪锌在外盘影响下又迅速下行; 但市场信心在表现优异的 6 月财新 PMI 制造业 PMI 支撑下不断得到提振, 沪锌止跌上行; 接着在国内基本面供给转宽同时下游消费清淡的影响下, 沪锌进行震荡运行; 而美国 6 月“小非农”数据表现不及预期, 且创 2023 年 3 月以来的最大跌幅, 市场避险情绪上行, 沪锌不断走高; 随后市场避险情绪逐渐消化, 沪锌

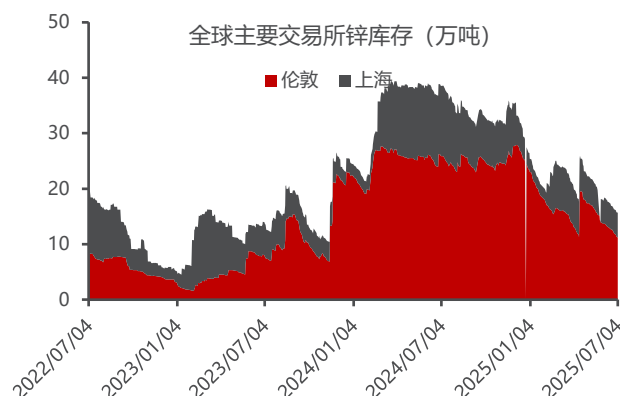
下行；接着沪锌小幅走高。截止本周四 15:00，沪锌录得 22325 元/吨，跌 85 元/吨，跌幅 0.38%。

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

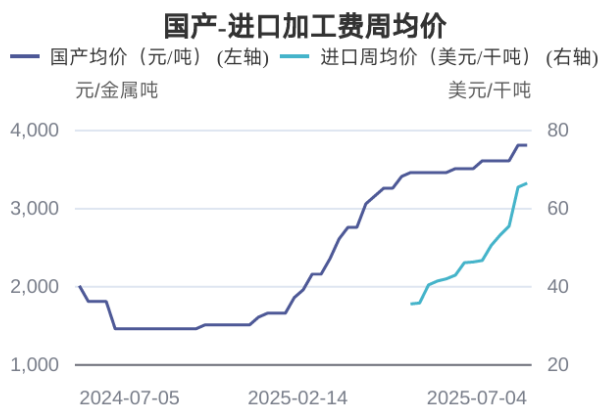
图 19：全球主要交易所锌库存（万吨）



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）

| 国内主流消费地锌锭社会库存（含SHFE仓单 单位：万吨） |      |      |      |       |       |       |      |       |
|------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|------|-------|
| 日期                           | 上海   | 广东   | 天津   | 江苏    | 浙江    | 山东    | 河北   | 原三地总计 |
| 2025/6/23                    | 3.15 | 0.92 | 2.92 | 0.27  | 0.15  | 0.10  | 0.27 | 6.99  |
| 2025/6/26                    | 3.14 | 0.90 | 3.12 | 0.29  | 0.11  | 0.12  | 0.27 | 7.16  |
| 2025/6/30                    | 3.24 | 0.94 | 3.17 | 0.23  | 0.09  | 0.12  | 0.27 | 7.35  |
| 2025/7/3                     | 3.27 | 1.04 | 3.28 | 0.20  | 0.08  | 0.10  | 0.27 | 7.59  |
| 较上周四变化                       | 0.13 | 0.14 | 0.16 | -0.09 | -0.03 | -0.02 | 0.00 | 0.43  |
| 较本周一变化                       | 0.03 | 0.10 | 0.11 | -0.03 | -0.01 | -0.02 | 0.00 | 0.24  |

资料来源：SMM，民生证券研究院

图 21：锌进口盈亏及沪伦比值



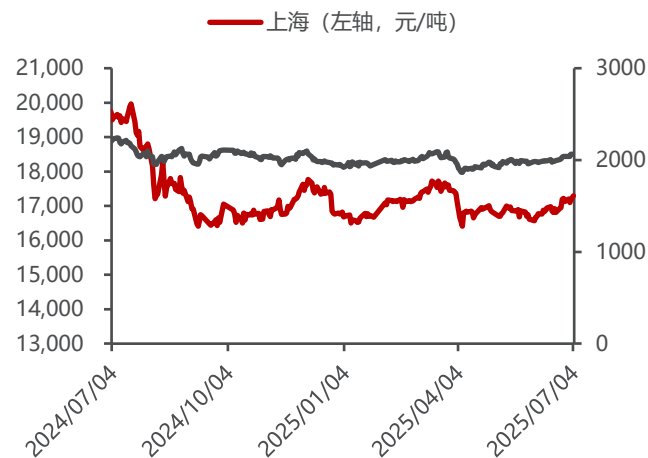
资料来源：SMM，民生证券研究院，注：沪伦比值为右轴，进口盈亏单位为元/吨

## 2.3 铅、锡、镍

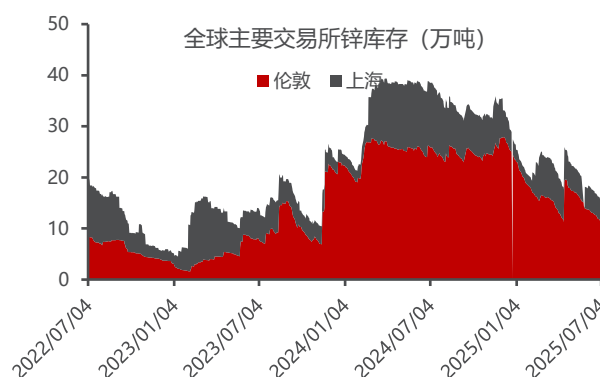
**铅：本周 (06/30-07/04)，伦铅**开于 2040 美元/吨，盘初偏弱震荡，期间低位 2034.5 美元/吨；周中美元指数走弱，LME 铅压力释放震荡上行，下半周探高至 2073 美元/吨。截止周五 15:00，伦铅终收于 2058.5 美元/吨，涨幅 0.83%。**沪铅** 2508 合约开于 17105 元/吨，上半周围绕 17150 元/吨一线窄幅震荡，期间低位 17090 元/吨，因铅酸蓄电池生产企业开工率好转，多头资金大量入场，下半周沪铅跳涨探高至 17315 元/吨，终收于 17295 元/吨，涨幅 0.99%

**锡：本周 (06/30-07/04)，沪锡主力合约**在本周整体呈现震荡上行态势，主要受到宏观因素和供需面的共同影响美联储维持利率不变及美元指数走弱提振了有色金属价格，而国内锡矿供应趋紧也对锡价形成一定支撑。**从整体来看**，沪锡主力合约波动区间大致在 26 万至 27.5 万元/吨之间。锡锭现货市场方面，成交情况较为冷清，多数下游企业保持观望态度，仅有少数企业在低位少量拿货，整体订单情况较弱。多数贸易商反馈日均出货量仅在 10-30 吨左右，反映出市场需求疲软。

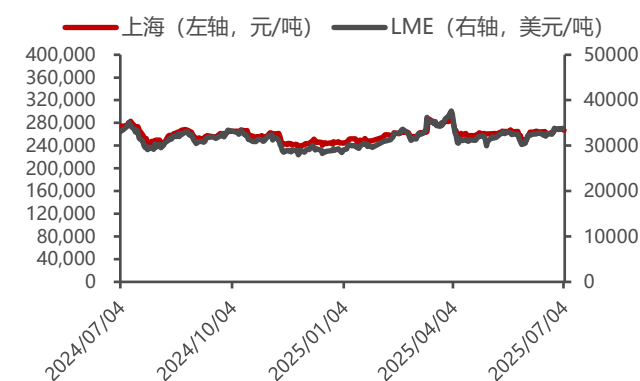
**镍：本周 (06/30-07/04)** 本周进入 7 月，整体原料市场供需仍维持紧平衡状态，预计 7 月原料系数将保持稳定运行。但受原生镍过剩格局强化、基本面持续偏弱影响，镍盐生产成本预期仍有下行空间。需求方面，尽管部分前驱体企业订单量有所好转，但前驱体市场整体仍处于低迷态势，对镍盐的需求尚未出现实质性回暖。前驱体企业普遍维持低原料库存策略，对高价镍盐的接受度依旧有限。从供应端来看，镍盐生产企业将继续采取“以销定产”的策略，灵活调整产能释放节奏。综合来看，7 月镍盐价格预期将有进一步下行空间。

**图 22：上海期交所同 LME 当月期铅价格**


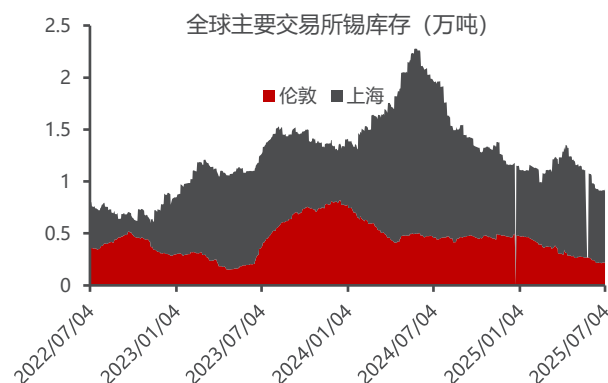
资料来源：同花顺，民生证券研究院

**图 23：全球主要交易所铅库存（万吨）**


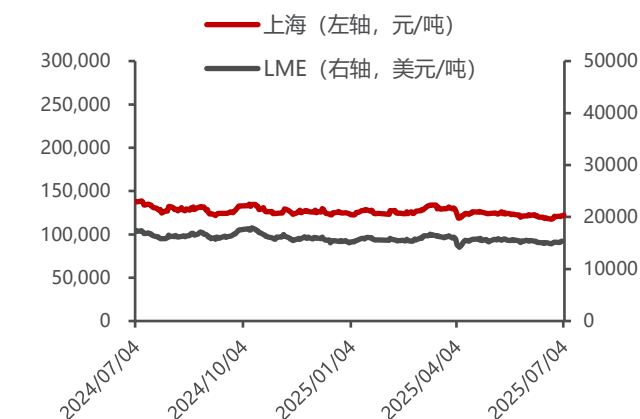
资料来源：同花顺，民生证券研究院

**图 24：上海期交所同 LME 当月期锡价格**


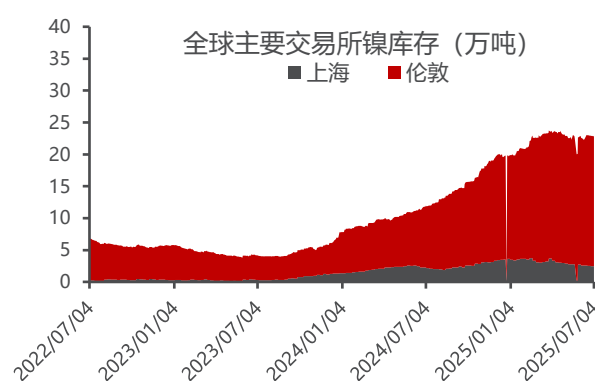
资料来源：同花顺，民生证券研究院

**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）**


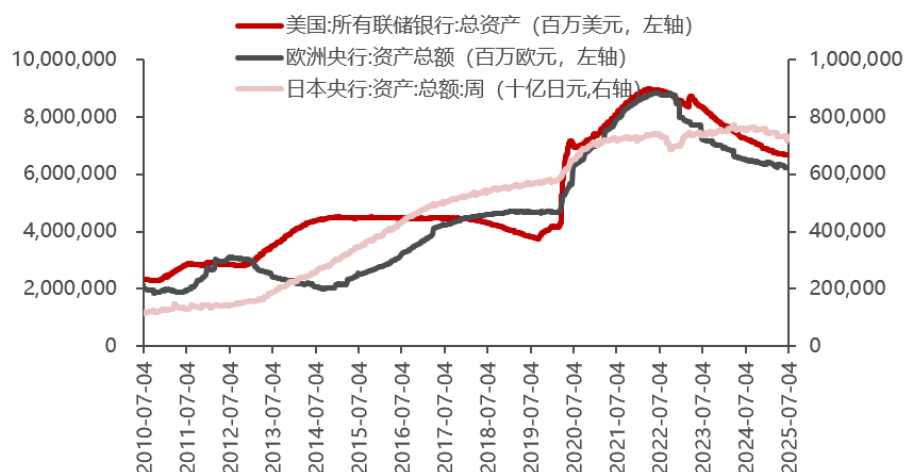
资料来源：同花顺，民生证券研究院

## 3 贵金属、小金属

### 3.1 贵金属

**金银：本周（6.27-7.3）金银价格涨跌互现。**截至 7 月 3 日，国内 99.95% 黄金市场均价 766.71 元/克，较上周均价下跌 1.00%，上海现货 1#白银市场均价 8738 元/千克，较上周均价上涨 0.29%。周初以色列和伊朗达成停火协议，加之贸易紧张局势缓解，这令市场风险偏好回升，削弱黄金作为避险工具的光芒。不过美国 5 月职位空缺意外创下去年 11 月以来的最高水平，以及美国 ADP 就业数据意外疲软，同时特朗普减税议案点燃避险热潮，美联储降息预期再升温，为金价提供支撑。当前市场等待美国非农就业数据指引，COMEX 金银主力分别运行在 3350-3400 和 36.5-37.0 美元/盎司之间，沪银在 8950-9000 元/千克区间内窄幅震荡，沪金主力在 782 元/克附近徘徊。

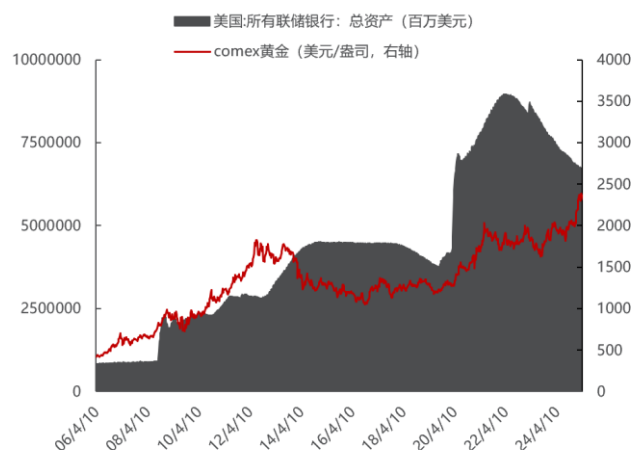
图 28：各国央行的资产总额情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

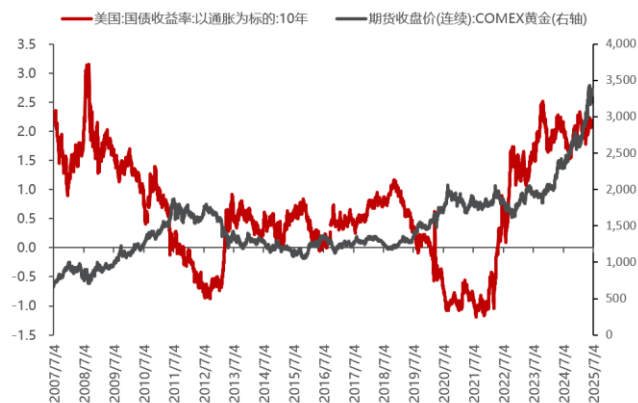
## (1) 央行 BS、实际利率与黄金

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

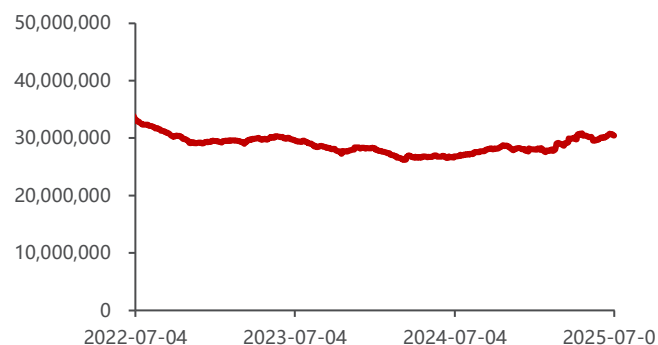
图 30：Comex 黄金与实际利率（%，美元/盎司）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

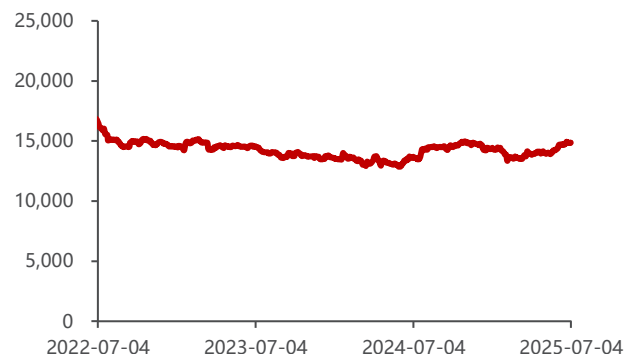
## (2) ETF 持仓

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

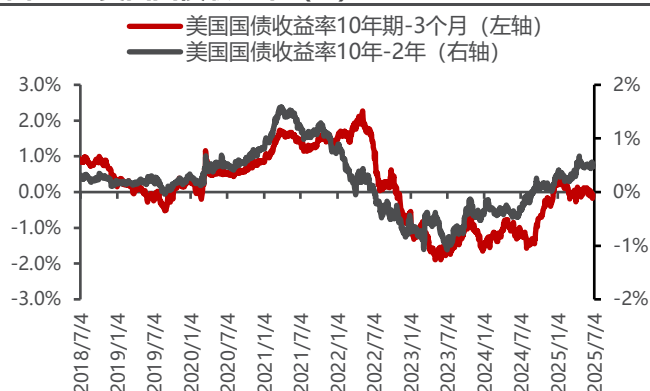
图 32：白银 ETF 持仓（单位：吨）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

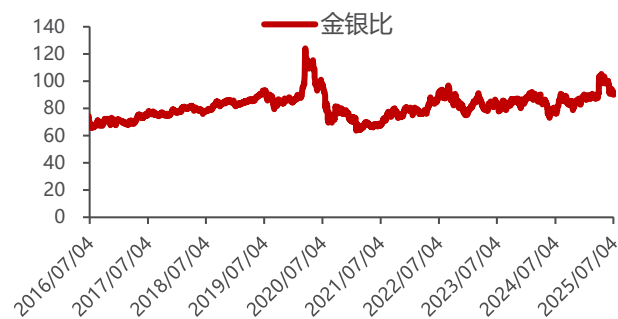
### (3) 长短端利差和金银比

图 33: 美国国债收益率 (%)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

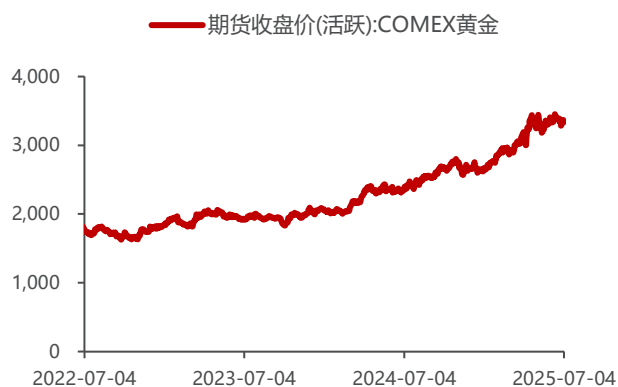
图 34: 金银比



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 钴

#### (1) 高频价格跟踪及观点

- **电解钴：本周（06/30-07/04）电解钴低幅价格小幅上涨，高幅价格持稳。供给端方面**，电钴冶炼企业维持长单供应，散单报价较少，贸易商手中低价货所剩不多，低幅报价上调，高幅价上部分贸易商反映某高端品牌出厂价上调，贸易商跟随挺价，但由于下游接货意愿较弱，其市场成交价格逐步回归到厂商出厂价下方。**需求端方面**，由于当前电解钴社会库存依旧偏高，而下游需求未见明显改善，因此大部分下游厂商仍维持刚需采购节奏，实际成交依旧偏淡。预计短期内电解钴价格将继续维持震荡格局。
- **钴盐及四钴：本周（06/30-07/04）当前四氧化三钴企业报价在 20-22 万元/吨之间，上下游均持观望态度，实际成交较少，多为长单交付。供应方面**，四钴厂选择观望市场整体情绪和需求情况，只有少量出货；需求方面，钴酸锂正极厂库存相对较少，但近期市场整体受情绪影响较大，因此选择观望。**价格方面**，当下市场四钴厂表示出货预期在 21-22 万/吨之间，但高价四钴实际成交仍然较少，长期来看，四钴价格还是受钴库存影响，当下行业库存是否足以支撑到 12 月成为影响价格走势的关键。
- **三元材料：本周（06/30-07/04），5 系三元材料价格有所上涨，而 6 系和 8 系产品价格则小幅回调。原材料方面**，硫酸镍和硫酸锰价格基本持平，硫酸钴和碳酸锂价格有所上涨，氢氧化锂则持续下行。5 系产品受到一定的成本支撑，带动其绝对价格上行。然而，由于市场需求疲软，加之电芯厂在定价博弈中依旧占据主导地位，三元材料价格整体缺乏大幅上涨的空间。下游电芯厂对硫酸钴价格上涨反应较为平淡，折扣系数预计仍将维持稳定。**需求方面**，动力市场部分新增车型带动了适量备货，且订单主要集中于头部电芯厂。海外电芯厂存在一定程度的订单转移，对正极材料端的订单造成了一定的影响。消费类市场正处于传统淡季，近期订单表现较为一般。**供应方面**，随着 7 月进入补库阶段，三元材料整体产量预计将小幅回升。

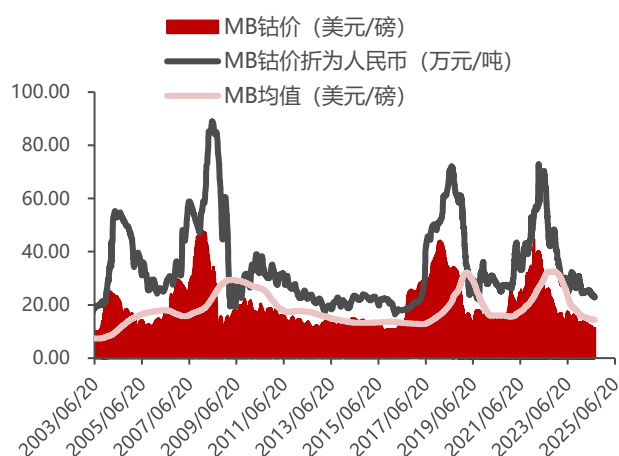
表5：钴系产品价格一览

| 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 | 272.50   | 0.00%  | 5.01%  | 67.69% | 67.69% | 272.50   |
| MB 钴  | 低级钴         | 美元/磅 | 15.78    | -0.32% | -0.47% | 52.78% | 44.06% | 16.13    |
| 金属钴   | 99.8%min 中国 | 元/公斤 | 244.50   | 0.41%  | 9.89%  | 63.55% | 57.23% | 244.50   |
| 钴精矿   | 6-8% 中国到岸   | 美元/磅 | 6.45     | 0.00%  | 3.20%  | 35.79% | 34.38% | 6.45     |
| 四氧化三钴 | 73.5%min 中国 | 元/公斤 | 189.50   | 0.00%  | 2.71%  | 73.06% | 73.06% | 202.50   |
| 硫酸钴   | 20%min 中国   | 元/吨  | 47000.00 | 0.00%  | 3.30%  | 80.77% | 80.77% | 49500.00 |
| 氧化钴   | 72%min 中国   | 元/公斤 | 170.50   | 0.00%  | 5.57%  | 67.98% | 71.36% | 170.50   |

资料来源：同花顺，LME，上期所，COMEX，民生证券研究院整理

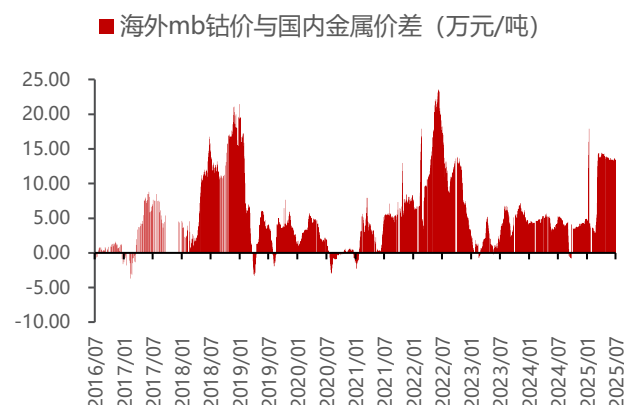
## (2) 价差跟踪

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



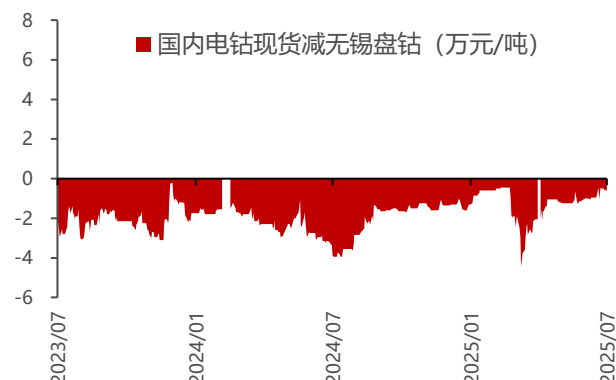
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

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

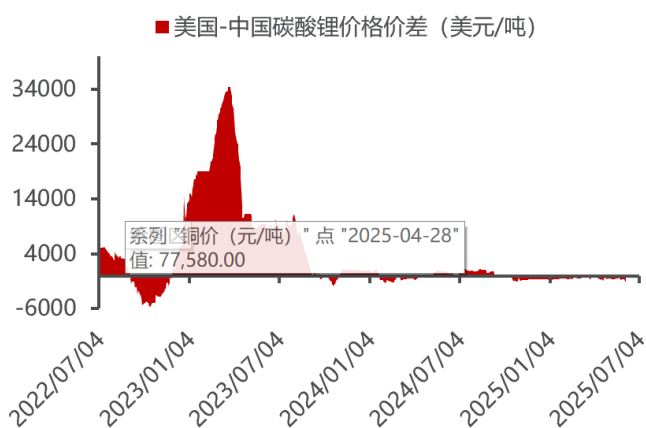
### 3.2.2 锂

#### (1) 高频价格跟踪及观点

- **碳酸锂：本周（06/30-07/04）碳酸锂现货价格呈现企稳回升态势。**SMM 电池级碳酸锂指数价格从 61393 元/吨涨至 62054 元/吨，涨幅约为 650 元/吨上下；电池级碳酸锂均价从周初的 61300 元/吨上涨至 62100 元/吨；工业级碳酸锂均价亦从 59700 元/吨攀升至 60500 元/吨。价格上行主要受 7 月需求预期改善及部分刚性采购订单支撑，叠加市场信息带来的非理性影响。但市场整体仍处于“上游挺价、下游压价”的博弈状态。**供应端方面**，碳酸锂市场可流通货源充足，行业库存压力尚未有效缓解，冶炼厂维持高位报价。下游正极材料厂采购仍以刚需为主，备库意愿未见明显增强，市场成交整体清淡。**需求侧**虽存在 7 月排产增量预期，但实际恢复情况仍需观察，观望情绪依然浓厚。若 7 月正极材料厂排产如期提升，或对价格形成进一步支撑；反之，库存压力可能再度压制价格上行空间。总体来看，碳酸锂市场仍处于供需过剩状态，短期或维持震荡运行态势。
- **氢氧化锂：本周（06/30-07/04），氢氧化锂价格环比上周跌势趋缓。**生产上，大部分企业以销定产，按照排产正常生产；市场情绪上，下游持续下压价格；但上游方面，当前碳酸锂与锂矿价格均有所回暖，导致成本支撑有所增强，交易过程中挺价意愿较为强烈，推动市场价格下跌速度减缓。预计短期内氢氧化锂价格下降空间相对有限。
- **磷酸铁锂：本周（06/30-07/04），磷酸铁锂价格延续上周增长态势**，整体涨价约 210 元/吨，碳酸锂价格在本周继续上涨，累计涨价约 950 元/吨。**市场端**，本周材料厂整体生产较稳定，头部企业的生产节奏稳中带一点增量，下游需求在本月预计有些增量。然而，市场需求开始分化，动力端的订单在本月预计将开始减少，储能需求表现较好，带动整体需求增量。近期，某电芯厂开始招标，整体招标进展相对顺利，根据目前已掌握的信息来看，预计下半年价格战愈演愈烈。整体来说，近期铁锂市场主要还是围绕招标为主要探讨话题，需求平平，行情相对较稳
- **钴酸锂：本周（06/30-07/04），近期钴酸锂价格受原料端成本变动有较大幅度上调：**电池级碳酸锂价格持续提高，四氧化三钴价格受刚果金政策影响，出现强烈涨价情绪。**供应端方面**，四氧化三钴企业出货报价较高，钴酸锂正极厂面对高价四钴采购意愿较低；需求端方面，终端需求进入即将进入淡季，对钴酸锂的需求下降。整体来看，钴酸锂价格将会随着四钴和碳酸锂价格的上涨而有较大幅度的上涨。

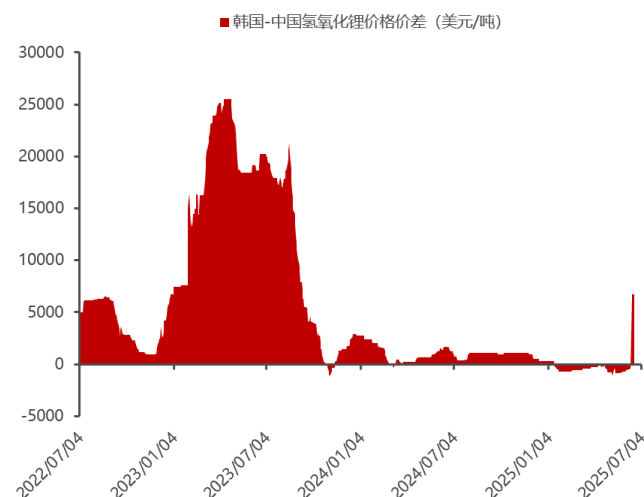
(2) 价差跟踪

图 41：国内外碳酸锂价差



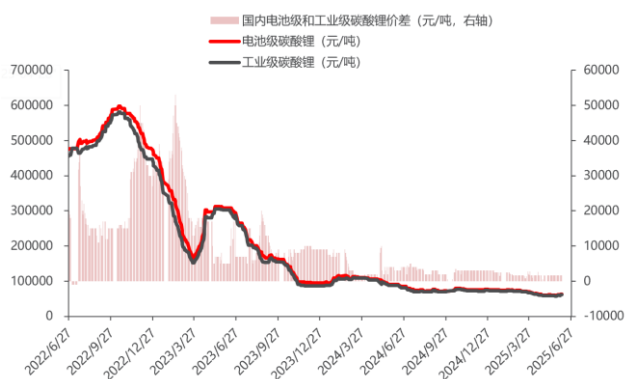
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图 42：国内外氢氧化锂价差



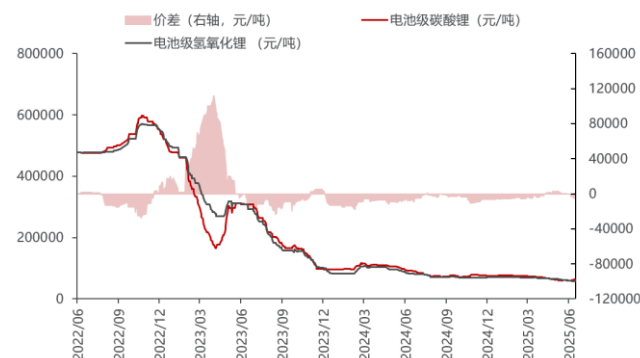
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

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

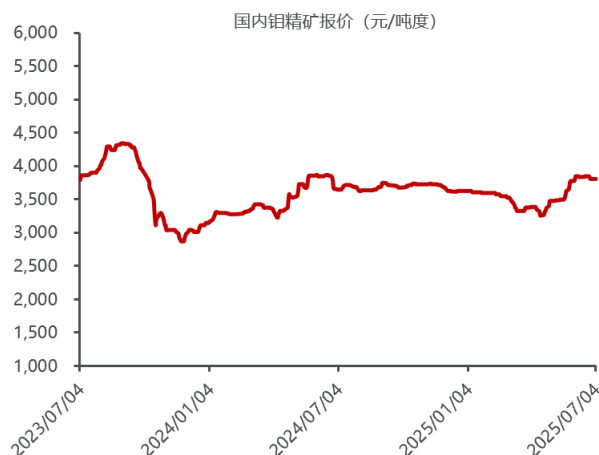
图 44：国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差



资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

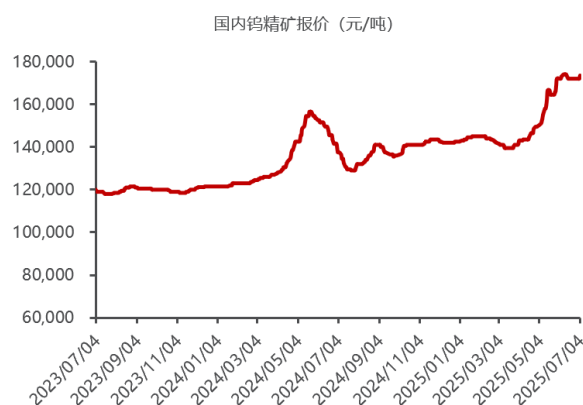
### 3.3 其他小金属

图 45：国内钼精矿价格



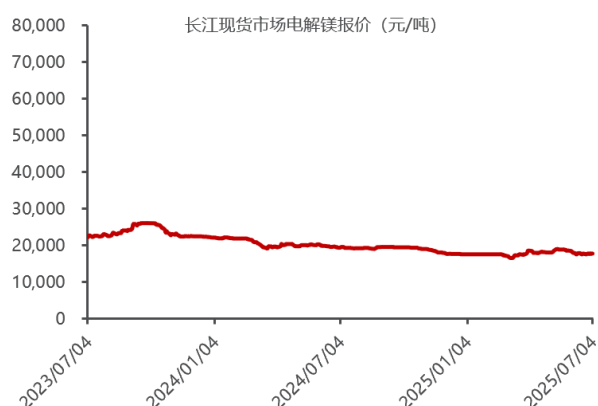
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 46：国内钨精矿价格



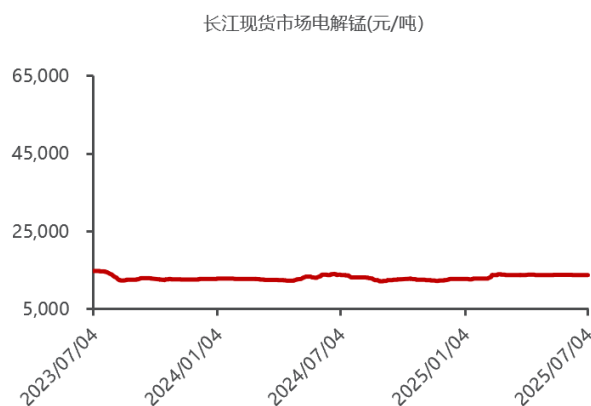
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 47：长江现货市场电解镁价格

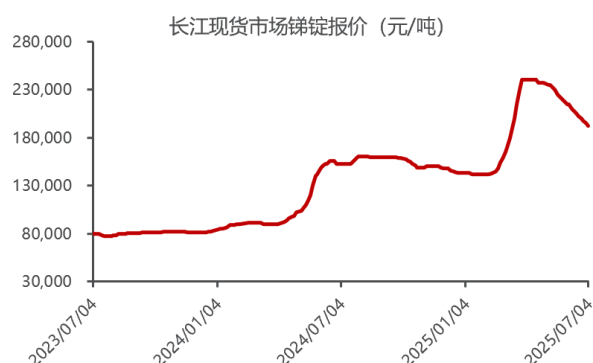


资料来源：同花顺，民生证券研究院

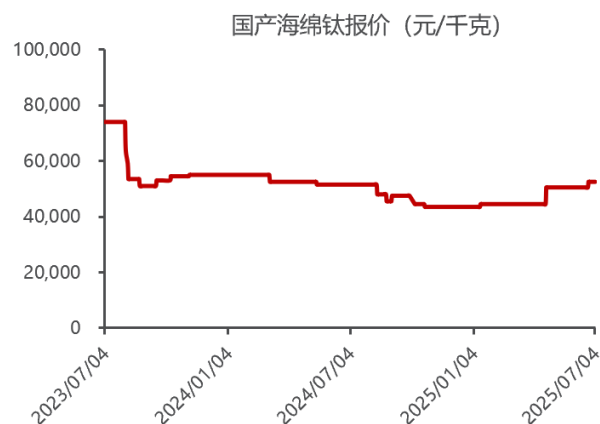
图 48：长江现货市场电解锰价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

**图 49：长江现货市场镨钕价格**


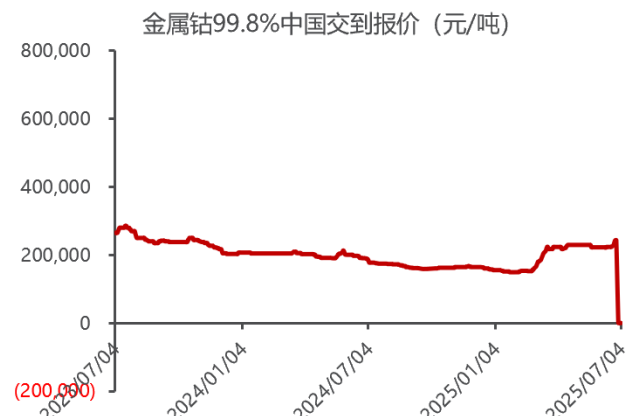
资料来源：同花顺，民生证券研究院

**图 50：国产海绵钛价格**


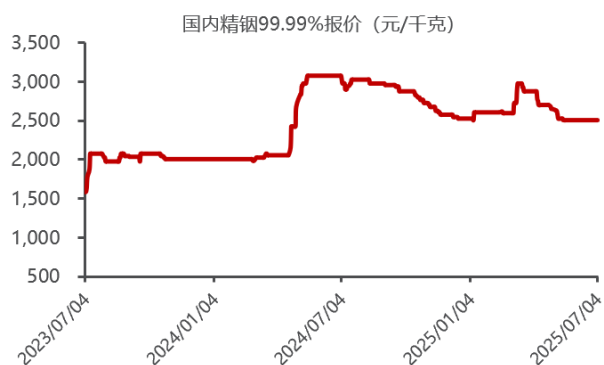
资料来源：同花顺，民生证券研究院

**图 51：国产高碳铬铁价格**

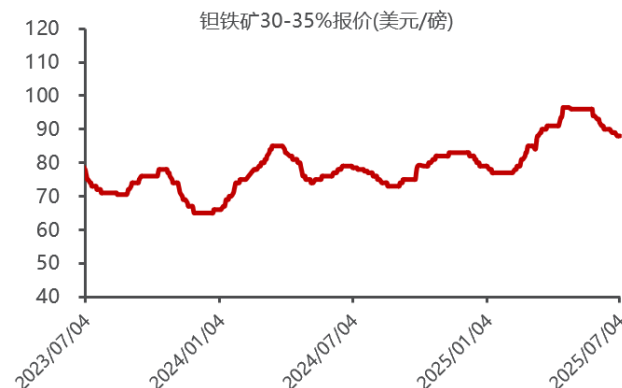

资料来源：同花顺，民生证券研究院

**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

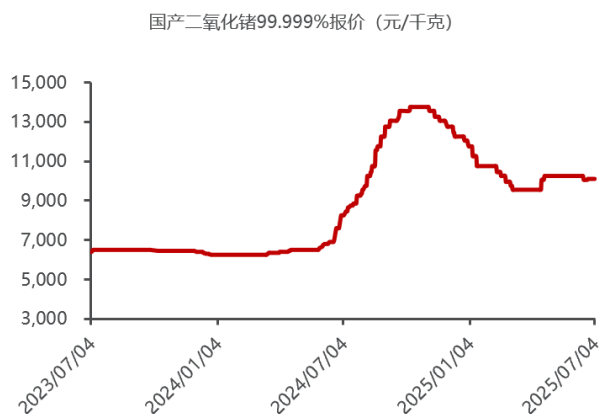
**图 53：国内精钨 99.99%价格**


资料来源：同花顺，民生证券研究院

**图 54：钼铁矿 30%-35%价格**


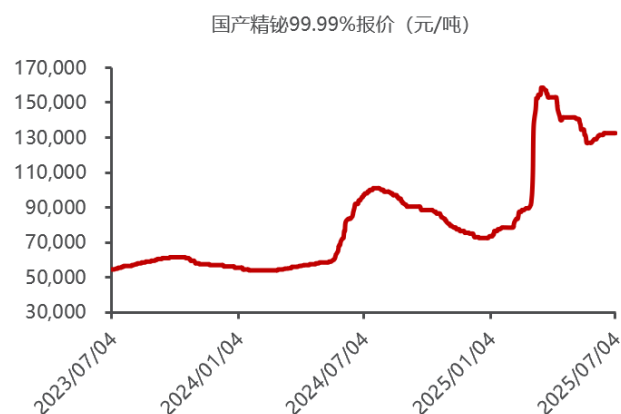
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 55: 国产氧化锆价格



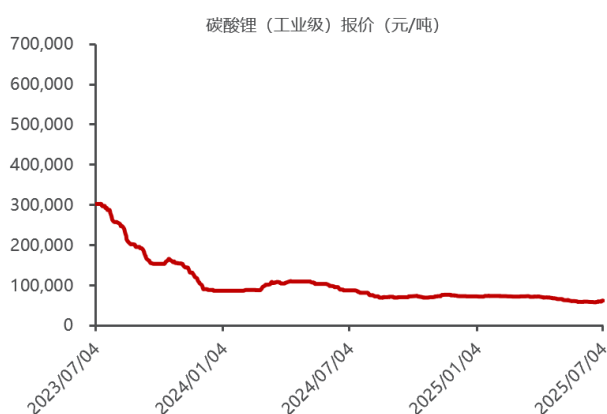
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 56: 国产精铋价格



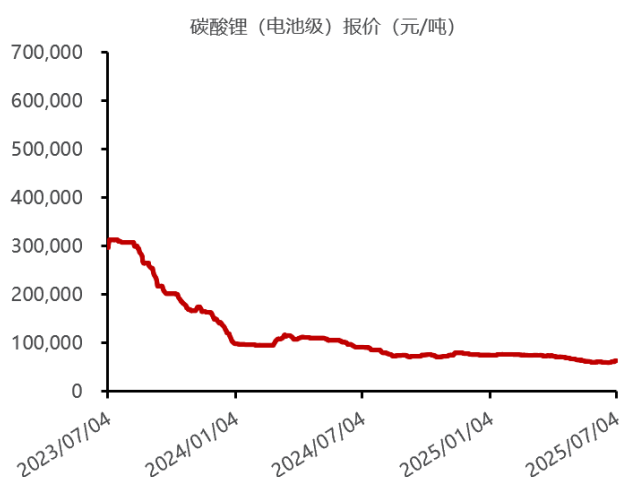
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 57: 碳酸锂 (工业级) 价格



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

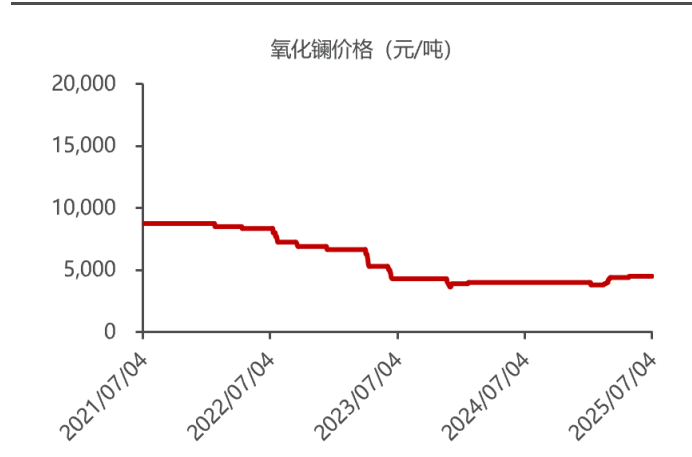


资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

## 4 稀土价格

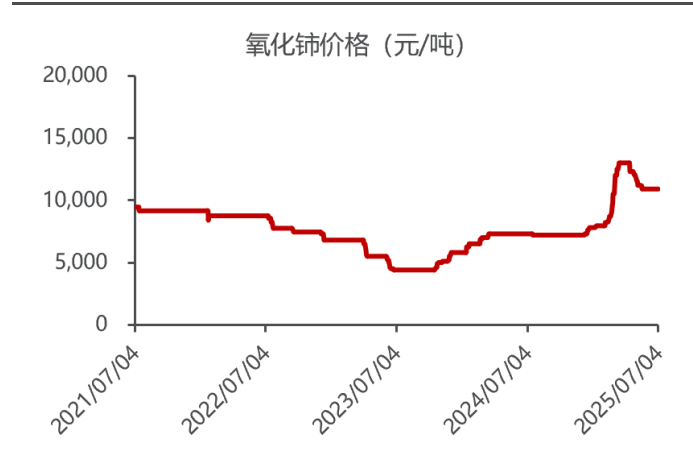
**稀土磁材：**本周（06/30-07/04），稀土价格整体持稳，市场交投活跃度较低。上游持货商报价坚挺，但下游需求冷清，实际成交较为清淡，上下游博弈僵持导致价格波动不大。

图 59：氧化镧价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 60：氧化铈价格



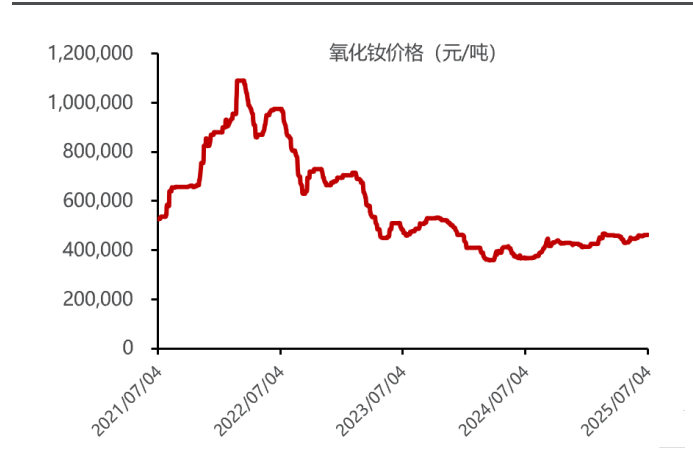
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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：氧化镓价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 64：氧化铯价格



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 (06/30-07/04) | 3  |
| 图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (06/30-07/04) | 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 6 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)      | 9  |
| 图 15: 铜精矿加工费 (美元/吨)             | 9  |
| 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              | 11 |
| 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         | 13 |
| 图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)           | 13 |
| 图 24: 上海期交所同 LME 当月期锡价格         | 13 |
| 图 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨)           | 13 |
| 图 26: 上海期交所同 LME 当月期镍价格         | 13 |
| 图 27: 全球主要交易所镍库存 (万吨)           | 13 |
| 图 28: 各国央行的资产总额情况               | 14 |
| 图 29: 美联储资产负债表资产                | 15 |
| 图 30: Comex 黄金与实际利率 (% , 美元/盎司) | 15 |
| 图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)      | 15 |
| 图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 吨)         | 15 |
| 图 33: 美国国债收益率 (%)               | 16 |
| 图 34: 金银比                       | 16 |
| 图 35: COMEX 黄金期货结算价 (美元/盎司)     | 16 |
| 图 36: COMEX 白银期货结算价 (美元/盎司)     | 16 |
| 图 37: MB 钴美元及折合人民币价格            | 18 |
| 图 38: 海内外钴价及价差                  | 18 |
| 图 39: 硫酸钴和四氧化三钴价差               | 18 |
| 图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差              | 18 |
| 图 41: 国内外碳酸锂价差                  | 20 |
| 图 42: 国内外氢氧化锂价差                 | 20 |
| 图 43: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差         | 20 |
| 图 44: 国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差        | 20 |
| 图 45: 国内钼精矿价格                   | 21 |
| 图 46: 国内钨精矿价格                   | 21 |
| 图 47: 长江现货市场电解镁价格               | 21 |
| 图 48: 长江现货市场电解锰价格               | 21 |
| 图 49: 长江现货市场锑锭价格                | 22 |
| 图 50: 国产海绵钛价格                   | 22 |
| 图 51: 国产高碳铬铁价格                  | 22 |
| 图 52: 长江现货市场金属钴价格               | 22 |
| 图 53: 国内精钢 99.99% 价格            | 22 |
| 图 54: 钽铁矿 30%-35% 价格            | 22 |

|                        |    |
|------------------------|----|
| 图 55: 国产氧化锆价格 .....    | 23 |
| 图 56: 国产精铋价格 .....     | 23 |
| 图 57: 碳酸锂（工业级）价格 ..... | 23 |
| 图 58: 碳酸锂（电池级）价格 ..... | 23 |
| 图 59: 氧化镧价格 .....      | 24 |
| 图 60: 氧化铈价格 .....      | 24 |
| 图 61: 氧化镨价格 .....      | 24 |
| 图 62: 氧化钕价格 .....      | 24 |
| 图 63: 氧化镱价格 .....      | 25 |
| 图 64: 氧化铽价格 .....      | 25 |

## 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） .....            | 11 |
| 表 5: 钴系产品价格一览 .....             | 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。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 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。 | 公司评级 | 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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

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