下载日志已记录，仅供内部参考

行业评级	推荐（维持）
报告日期	2026 年 08 月 31 日

相关研究

【兴证金属】黄金定价锚从美国主动货币政策转向美债风险-2026.08.24

【兴证金属】关注日元 Carry trade 扭转影响，基本金属或是胜率优解-2026.08.17

【兴证金属】美国加息预期回落，金属宏观压制松绑-2026.08.10

分析师：李怡然
S0190525040001
liyiran@xyzq.com.cn

分析师：赵远喆
S0190524070011
zhaoyuanji@xyzq.com.cn

分析师：汤璐阳
S0190525070012
tangluyang@xyzq.com.cn

分析师：陈权
S0190525100001
chenquan1@xyzq.com.cn

分析师：温佳贝
S0190526030001
wenjiabei@xyzq.com.cn

沃什在杰克逊霍尔会议放鹰，黄金回调后或将继续上行

投资要点：

- **周度观点：沃什在杰克逊霍尔会议放鹰，黄金回调后或将继续上行**

上周最核心的看点来自于周五杰克逊霍尔会议上的沃什发言，随着其在“货币政策七大原则”中强调了：1、趋势比单个走弱的数据点更重要；2、以 PCE 2%的通胀目标不动摇；3、既关注通胀又关注充分就业，市场将其解读为鹰派发言。但值得注意的是，随着美债短端利率走强，美元兑日元汇率再次冲破 160 关键点位。预计下周美债长端利率仍面临较大上行压力。短期看，美债利差走廊的担忧仍难以被打破。此外，沃什在“当下经济形势”评估部分也提到了，AI 相关的建设投资和传统产业在相同货币政策下呈现出受限制性与否的“K 型分化”，并且沃什提到其十分关注企业资本开支增速及盈利增速的二阶导。一定程度上，也表明了其对当前美国 CSP 厂商提升资本开支后挤压利润的关注。我们看来，9 月 16 日的 FOMC 会议或将会迎来货币政策行为的最终决断，我们倾向于金价回调盘整后将迎来重新上涨。

贵金属及基本金属：短期金价回调后将是新的买点，基于金价上行判断、业绩稳定性提升、估值合理性及黄金企业成长性对波动率的补偿，我们认为黄金股投资将优于黄金商品。铜价角度看，铜基本面强势，美债、美元上行后铜价回踩幅度低于预期，叠加 Q3 海外湿法冶炼产能缺酸、铜精矿产量同比下滑及美国铜 232 关税落地预期，外盘铜价有望挑战新高，冲击 1.5 万美元/吨；铝价角度，海外及国内电解铝继续延续去库趋势，叠加海外规划新产能投产节奏放缓，中东电解铝产能复产节奏仍持保守预期，铝价短期有望跟随铜价保持强势的同时，铝企上市公司股价有望基于久期结构修复迎来反弹。

小金属及材料：我们认为小金属部分有业绩的标的已经出现了超跌后中长期配置的机会。重点看好钨、锡、钽、铟、稀土磁材品种继续强势反弹。近期钨价逐步企稳，看好钨价在 9 月迎来底部反弹上行；锡当前供给及库存支撑价格强势，看好 2026H2-2027 年半导体扩产周期带来锡需求的正向催化；钽价相对坚挺，看好下半年国内收储及海外长协报销带来供给端的进一步紧张，及钽电容需求的持续增长。铟及稀土磁材方面，短期受美国对华产业博弈催化，我国在磷化铟、高纯铟及稀土磁材材料端具有全球领先优势。

- **金银：沃什转鹰短线压制金价，但价格中枢维持看涨**

PCE 高位粘性叠加沃什 Jackson Hole 偏鹰讲话，市场重新上调 9 月加息预期。本周现货黄金最高升至 4697.07 美元/盎司，一度逼近4700 美元关口；周五沃什讲话后，降至4562.75 美元/盎司，结束此前连续三周上涨。本周定价由前期美元走弱和资金回流，重新切换至“通胀粘性—联储可能加息—美元反弹”，黄金短期进入高位仓位消化。往后展望，我们认为在美伊冲突不进一步扩大的情况下，黄金价格中枢维持上行，且逐渐进入右侧，下半年，央行购金稳定中期需求，美国 YCC 政策或将导致利率下行，年内，在加息预期回摆与实际加息的可能性之间博弈，期待 2027 年下半年出现降息窗口，黄金价格中枢或许会逐步抬升。建议关注**灵宝黄金、万国黄金集团、赤峰黄金、山金国际、中国黄金国际**等。

- **铜：Codelco 上半年产量同比下降 11%，供给约束推动铜价中枢上移**

铜：铜价本周继续上涨，尽管美国加息预期重新升温，矿端极度紧张与国内库存快速下降仍推动价格中枢上移。本周电解铜现价升至 109595 元/吨，周环比上涨 1745 元/吨，涨幅 1.6%。产业端表现进一步偏强：铜精矿 TC 单周下降 17.7 美元/吨至 -199.8 美元/吨，逼近-200 美元/吨；SHFE 库存与国内社会库存继续下降。与此同时，Codelco 本周披露上半年自产铜同比下降 11%，矿端供给兑现继续偏弱。周五沃什 Jackson Hole 讲话推动 9 月

下载日志已记录，仅供内部参考

加息概率明显上升，对铜价估值形成一定压力，但当前供给与低库存仍占据主导，维持铜价高位偏强判断。当前铜价仍处于宏观需求预期偏弱与矿端、低库存支撑之间的博弈，维持高位震荡偏强判断。展望下半年，硫磺硫酸、厄尔尼诺、南美劳工谈判等均会在供给端产生扰动，只要 TC 维持深度负值、库存继续下降，铜价仍有望维持偏强运行。建议关注紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、西部矿业、江西铜业、铜陵有色、中国有色矿业等。

- **铝：铝价震荡上行**

本期铝价震荡上行。供给端，国内电解铝开工率达到高位，同时随国内电解铝产能规范化持续推进，后续产能增量空间有限；海外新增产能陆续投产中，但整体进度偏慢；中东地区卡塔尔铝业截至 7 月仍未复产，EGA 此前宣布 5 月开始修复电解槽，截至 8 月末已修复 1262 个电解槽中的 315 个，计划 2027 年一季度完成复产。需求端，即将进入旺季，下游开工率小幅回升，同时受铝材出口推动以及精废价差收窄后原铝代替废铝影响，铝锭库存持续去化。利润端，随铝价反弹以及氧化铝价格回落，电解铝行业利润修复至 6560 元/吨左右。短期来看，海外投产预期有所弱化，同时 LME 库存持续下降至低位，国内库存同步延续去库趋势，铝价短期预计将延续偏强震荡运行，后续重点关注海外电解铝待投产能进度以及中东复产进度，建议关注**云铝股份、天山铝业、神火股份、中国铝业**等。

- **锂：锂价持续上涨**

根据 SMM 数据，本期电池级碳酸锂价格为 15.3 万元/吨，周度环比上涨 0.49%。供给端，本期国内电碳产量 2.31 万吨，环比增加 801 吨；需求端，预计 2026 年 9 月下游需求环比显著改善，当前国内各产业链碳酸锂库存为 6.16 万吨，环比下降 4745 吨，国内锂盐市场当前处于供需两旺状态。展望后市，当前现货成交已逐步改善，9 月旺季需求预计环比显著增长，旺季到来锂价持续上涨。长期来看，受益于国内外储能需求持续增长以及资源端供给波动，预计碳酸锂供需总体将偏紧，碳酸锂价格中枢仍有望维持在较高水平。建议关注**中矿资源**和**赣锋锂业**等。

- **锡：锡价环比下跌**

本期锡价环比下跌。基本面来看，供给端，锡矿供应格局延续偏紧。其中国内方面，云南个旧产业园区管理委员会发布方案，整治北部园区内所有选矿、洗矿、矿石加工企业收购、中转、加工外部盗采矿石等非法行为；缅甸方面，7 月我国自缅甸进口锡精矿折金属量约 1077 吨，环比下降 23%，主要由于雨季叠加矿洞积水拖累生产进程，同时佤邦审批程序相对冗长复杂影响实际报关通关量，短期内或难有大幅增量；印尼方面，此前受出口许可下发进度影响印尼精炼锡出口有所下滑，7 月精炼锡出口量为 4564.5 吨，环比增长 52%，8 月截至 26 日印尼交易所出口量为 3510 吨，印尼出口逐步恢复中。整体来看，佤邦以及印尼供应仍存在扰动，同时库存处于低位，整体供需偏向紧平衡，预计紧供需对锡价仍然具有较强支撑，后续关注佤邦复产进度、印尼出口情况等，建议关注**锡业股份**等。

- **稀土：本期稀土价格偏强运行，冶炼分离瓶颈推动价值重估**

本周稀土价格整体偏强运行，氧化镨钕价格由上周五的 72.65 万元/吨上调至 72.75 万元/吨，涨幅约 0.14%；镨钕金属涨至 88.25 万元/吨，偏强运行。氧化镝价格由上周五的 143.0 万元/吨大幅上涨至 146.0 万元/吨，涨幅约 2.10%，氧化铽价格由上周五的 662.5 万元/吨上调至 677.5 万元/吨，涨幅约 1.57%，中重稀土价格走势强于轻稀土。根据海关总署数据，2026 年 7 月中国稀土永磁体出口量为 5,375 吨，环比下降 4%，同比减少 3.6%。1-7 月累计出口量达到 36,880 吨，月均出口约 5,268 吨。总体出口节奏与早前预期基本吻合，未出现明显偏离趋势线的剧烈波动，当月出口环比下滑，主要受到海外暑期休假季节性因素以及部分出口审批流程拉长的共同影响，一定程度上抑制了短期订单的释放。**建议关注具备中重稀土资源和分离能力的中国稀土、中稀有色，且两者为中国稀土集团的上市平台，和集团资源存在同业竞争问题，亟待解决；具备轻稀土资源和镨钕弹性的北方稀土、盛和**

下载日志已记录，仅供内部参考

资源；具备晶界扩散、车规客户和规模交付能力的金力永磁、宁波韵升、正海磁材、中科三环；以及受益再生稀土规范化的华宏科技。

- **钨：本期钨价整体呈现弱稳态势**

本周国内钨价整体呈现弱稳态势，需求侧支撑仍显不足，现货交投情绪谨慎。市场焦点转向所谓“金九旺季”的原料库存消化进度、下游采购放量节奏以及头部钨企新一轮长单报价。**建议关注中钨高新、厦门钨业、佳鑫国际资源等。**

- **钼：本期钼价整体偏强运行**

根据 SMM 数据，本周国内钼价整体偏弱运行，主要表现在原料价格小幅回落、贸易商进场操作情绪不高以及实际成交量有限。**建议关注金钼股份、盛龙股份。**

风险提示：宏观经济不及预期、货币超预期收缩、新能源消费不及预期等、钢铁终端需求恢复不及预期、原料价格大幅波动等。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、 行情周表现回顾 7
二、 工业金属基本面跟踪 8
（一） 铝：铝价震荡上行 9
（二） 铜：Codelco 上半年产量同比下降 11%，供给约束推动铜价中枢上移 12
（三） 锡：锡价环比下跌 15
三、 金银：沃什转鹰短线压制金价，但价格中枢维持看涨 16
四、 能源金属及稀土基本面跟踪 19
（一） 锂：锂价持续上涨 19
（二） 钴镍：镍价震荡下滑 21
（三） 稀土：本期稀土价格偏强运行，冶炼分离瓶颈推动价值重估 23
（四） 钨：本期钨价整体呈弱稳态势 24
（五） 钼：本期钼价整体偏强运行 25
五、 风险提示 26

图目录

图 1、 本期有色板块上涨 1.68%，跑赢上证综指 0.48pct 7
图 2、 本期铝板块涨幅最大 7
图 3、 本期 A00 铝锭平均含税价环比上升 9
图 4、 本期氧化铝价格指数周环比小幅下降 10
图 5、 2026 年 8 月预焙阳极价格月环比小幅下降 10
图 6、 本期 LME/ SHFE 交易所铝库存环比下降，COMEX 交易所铝库存环比上升 10
图 7、 本期三大交易所电解铝库存累积环比下降 10
图 8、 本期铝棒社会库存周环比下降 10
图 9、 本期电解铝社会库存周环比下降 10
图 10、 本期电解铝吨盈利环比上升 11
图 11、 本期铝下游龙头企业开工率环比上升 11
图 12、 本期电解铝表观需求量环比下降 11
图 13、 2026 年 7 月电解铝开工率为 98.54% 11
图 14、 2026 年 7 月氧化铝开工率为 74.2% 11
图 15、 本期电解铜价格环比变化 13
图 16、 本期 TC 加工费变化 13
图 17、 本期电解铜 CL 价差环比变化 14
图 18、 本期全球三大交易所库存变化 14
图 19、 本期国内电解铜社会库存周度库存变化（万吨） 14
图 20、 本期电解铜制杆开工率变化 （%） 15
图 21、 2026 年 7 月电解铜月度开工率变化（%） 15
图 22、 2026 年 7 月电解铜月度产量变化 15
图 23、 2026 年 7 月电解铜制杆月度开工率变化 15
图 24、 本期锡锭价格环比下降 16
图 25、 本期锡锭社会库存环比上升 16
图 26、 本期锡精矿加工费环比持平 16
图 27、 2026 年 7 月印尼精炼锡出口量环比增加 16

下载日志已记录，仅供内部参考

图 28、 2026 年 7 月锡矿进口量环比下降 16
图 29、 本期伦敦现货黄金变化 18
图 30、 本期上海现货黄金变化 18
图 31、 美国整体 CPI 同比变化 18
图 32、 美国失业率变化 18
图 33、 本期 SPDR 黄金 ETF 持有量变化 18
图 34、 本期 COMEX 黄金非商业持仓净多头变化 18
图 35、 本期金银比变化 19
图 36、 本期上期所白银库存变化 19
图 37、 本期电碳价格环比上涨 0.50%（元/吨） 19
图 38、 本期国内碳酸锂产量环比增加 801 吨（吨） 19
图 39、 2026 年 7 月碳酸锂开工率环比下降 7pct 20
图 40、 2026 年 7 月氢氧化锂开工率环比提高 2pct 20
图 41、 2026 年 7 月碳酸锂产量环比下降 8.79% 20
图 42、 2026 年 7 月氢氧化锂产量环比增长 6.55% 20
图 43、 本期国内碳酸锂总体库存环比下降 4745 吨（吨） 20
图 44、 2026 年 7 月三元材料开工率环比提高 1pct 21
图 45、 2026 年 7 月磷酸铁锂开工率环比提升 3pct 21
图 46、 2026 年 7 月三元材料产量环比增长 2.5% 21
图 47、 2026 年 7 月磷酸铁锂产量环比增长 7.01% 21
图 48、 本期电解镍价格环比下跌 0.77%（元/吨） 21
图 49、 本期电池级硫酸镍价格环比下降 1.05% 21
图 50、 2026 年 7 月印尼镍生铁月度产量环比增长 0.26%（单位：金属吨） 22
图 51、 2026 年 7 月中国硫酸镍月度产量环比下降 2.93%（单位：金属吨） 22
图 52、 本期国内六地纯镍社会库存环比下降 0.72%（单位：吨） 22
图 53、 本期中国港口镍矿分港口库存环比增长 3.12%（单位：万湿吨） 22
图 54、 本期国内电解钴价格环比持平（单位：元/吨） 22
图 55、 本期国内硫酸钴价格环比下跌 3.4%（单位：元/吨） 22
图 56、 2026 年 7 月硫酸钴月度产量环比下降 6.59%（单位：金属吨） 23
图 57、 2026 年 7 月四氧化三钴月度产量环比下降 28.97%（单位：金属吨） 23
图 58、 本期氧化镨钕价格变动幅度为+0.14% 24
图 59、 本期金属镨钕价格变动幅度为+0.28% 24
图 60、 本期氧化镝价格变动幅度为+2.10% 24
图 61、 本期氧化铽价格变动幅度为+1.57% 24
图 62、 本期氧化镧价格变动幅度为+0.00% 24
图 63、 本期氧化铈价格变动幅度为+0.00% 24
图 64、 本期黑钨精矿价格变动幅度为-0.24% 25
图 65、 本期仲钨酸铵价格变动幅度为-0.50% 25
图 66、 本期氧化钨价格变动幅度为-1.28% 25
图 67、 本期碳化钨价格变动幅度为-2.20% 25
图 68、 本期钼精矿（50%）价格变动幅度为-0.55% 25
图 69、 本期氧化钼价格变动幅度为-0.55% 25
图 70、 本期钼铁（60%）价格变动幅度为-0.73% 26
图 71、 本期四钼酸铵价格变动幅度为-0.61% 26

下载日志已记录，仅供内部参考

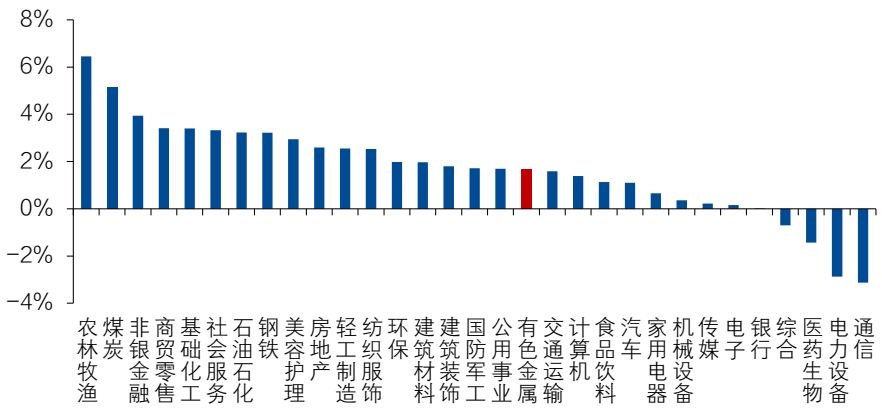
表目录

表 1、 本期白银有色等涨幅居前 7
表 2、 本期工业金属价格变动情况 8
表 3、 本期工业金属库存变动情况 8

下载日志已记录，仅供内部参考

一、行情周表现回顾

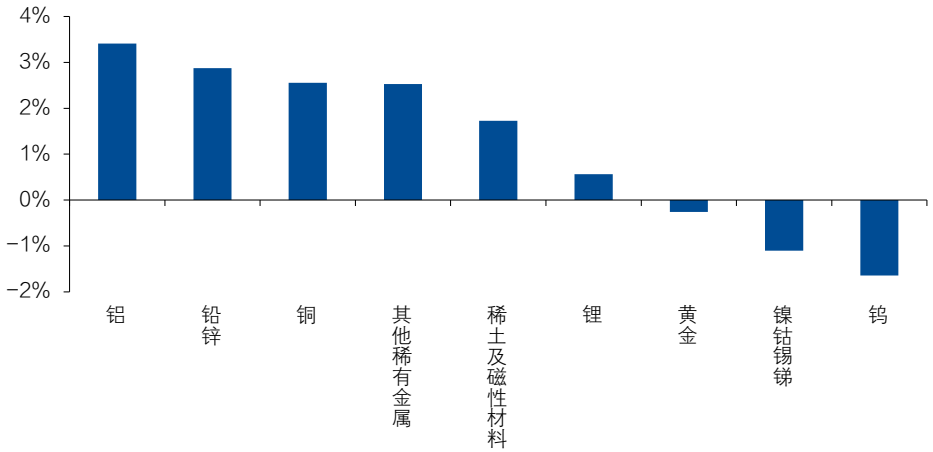
图1、本期有色板块上涨 1.68%，跑赢上证综指 0.48pct



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理（分类采用申万一级行业指数）

注：本期时间为 2026 年 8 月 24 日-8 月 28 日，下同

图2、本期铝板块涨幅最大



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理（分类采用中信三级行业指数）

表1、本期白银有色等涨幅居前

涨幅前五		周涨跌幅（%）	跌幅前五		周涨跌幅（%）
601212.SH	白银有色	25.29	301323.SZ	新莱福	-6.17
002155.SZ	湖南黄金	17.75	688102.SH	斯瑞新材	-5.83
002578.SZ	闽发铝业	16.09	000688.SZ	国城矿业	-5.35
300328.SZ	宜安科技	14.11	300697.SZ	电工合金	-5.06
002716.SZ	湖南白银	11.80	000975.SZ	山金国际	-4.44

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：区间涨跌幅计算采用后复权（现金分红再投）

下载日志已记录，仅供内部参考

二、工业金属基本面跟踪

表2、本期工业金属价格变动情况

品种	分类	单位	现价	本期涨跌	本期涨跌幅	年初至今涨跌幅
铜	SHFE 铜	元/吨	108900	1150	1.07%	7.45%
	LME 铜	美元/吨	14285	100	0.70%	14.64%
铝	SHFE 铝	元/吨	23920	210	0.89%	1.16%
	LME 铝	美元/吨	3242	-1	-0.02%	7.32%
铅	SHFE 铅	元/吨	16245	115	0.71%	-6.61%
	LME 铅	美元/吨	1905	4	0.21%	-4.46%
锌	SHFE 锌	元/吨	26485	775	3.01%	11.19%
	LME 锌	美元/吨	3880	57	1.49%	24.06%
锡	SHFE 锡	元/吨	423870	-4700	-1.10%	26.77%
	LME 锡	美元/吨	54495	-1575	-2.81%	35.39%

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：年初至今涨跌幅指 2026 年 1 月 2 日至今涨跌幅，截至日期为 2026 年 8 月 28 日

表3、本期工业金属库存变动情况

品种	分类	单位	现库存	本期库存变动	本期库存变动幅度	年初至今库存变动
铜	SHFE 铜	万吨	7.24	-1.71	-19.12%	-50.17%
	LME 铜	万吨	23.43	-0.43	-1.80%	61.21%
	COMEX 铜	万吨	75.36	1.09	1.46%	50.78%
铝	SHFE 铝	万吨	39.15	-1.23	-3.05%	201.57%
	LME 铝	万吨	24.67	-0.02	-0.08%	-51.55%
	COMEX 铝	万吨	0.17	0.02	9.53%	-72.30%
铅	SHFE 铅	万吨	7.31	-0.19	-2.55%	161.14%
	LME 铅	万吨	40.63	-1.06	-2.54%	69.75%
锌	SHFE 锌	万吨	15.37	-0.23	-1.47%	120.18%
	LME 锌	万吨	9.80	0.48	5.18%	-7.88%
锡	SHFE 锡	万吨	0.64	0.04	6.03%	-19.59%
	LME 锡	万吨	0.56	0.02	3.06%	2.49%

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：年初至今库存变动指 2026 年 1 月 2 日至今库存变动，截至日期为 2026 年 8 月 28 日

下载日志已记录，仅供内部参考

（一）铝：铝价震荡上行

本期铝价震荡上行。供给端，国内电解铝开工率达到高位，同时随国内电解铝产能规范化持续推进，后续产能增量空间有限；海外新增产能陆续投产中，但整体进度偏慢；中东地区卡塔尔铝业截至 7 月仍未复产，EGA 此前宣布 5 月开始修复电解槽，截至 8 月末已修复 1262 个电解槽中的 315 个，计划 2027 年一季度完成复产。需求端，即将进入旺季，下游开工率小幅回升，同时受铝材出口推动以及精废价差收窄后原铝代替废铝影响，铝锭库存持续去化。利润端，随铝价反弹以及氧化铝价格回落，电解铝行业利润修复至 6561 元/吨左右。短期来看，海外投产预期有所弱化，同时 LME 库存持续下降至低位，国内库存同步延续去库趋势，铝价短期预计将延续偏强震荡运行，后续重点关注海外电解铝待投产能进度以及中东复产进度。

本期 A00 铝锭平均含税价收于 23900 元/吨，周环比上涨 0.93%；电解铝行业平均吨盈利 6561 元，周环比增加 228 元；三大交易所（SHFE+LME+COMEX）本周铝库存累计达到 64.00 万吨，周环比减少 1.23 万吨；电解铝社会库存为 85.2 万吨，周环比减少 2.3 万吨，铝棒库存为 13.95 万吨，周环比减少 0.4 万吨；电解铝周度表观需求为 90.2 万吨，周环比减少 0.6 万吨。

下游方面，企业开工率总体较上期小幅下降，本周铝型材、铝板带、铝箔、铝线缆龙头企业周度开工率分别为 50.6%，69.2%，70.7%，63%，相较上周变动幅度分别为-0.20pct、0.00pct、0.30pct、0.60pct。

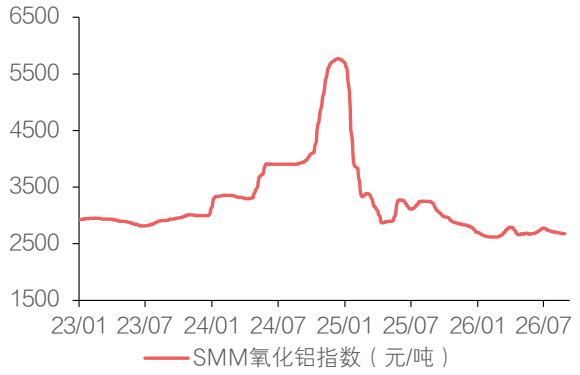
图3、本期 A00 铝锭平均含税价环比上升



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

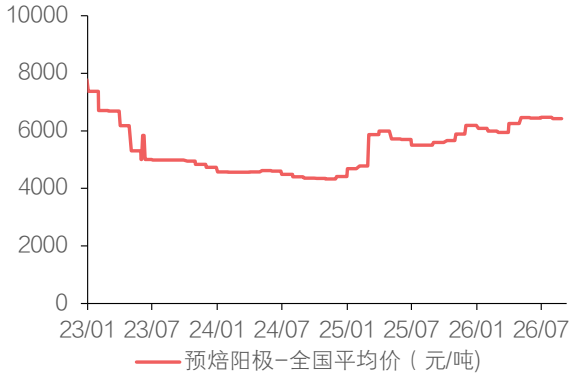
下载日志已记录，仅供内部参考

图4、本期氧化铝价格指数周环比小幅下降



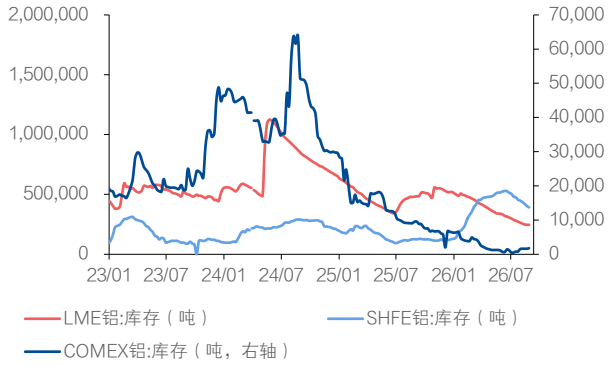
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、2026 年 8 月预焙阳极价格月环比小幅下降



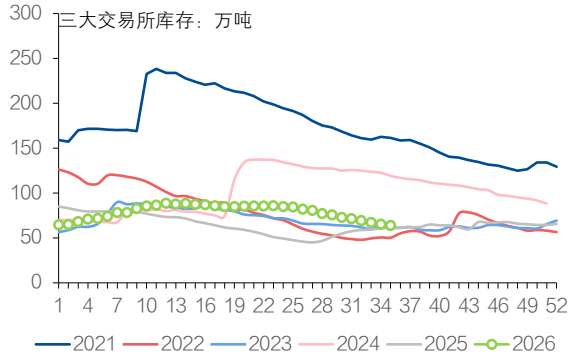
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、本期 LME/ SHFE 交易所铝库存环比下降，COMEX 交易所铝库存环比上升



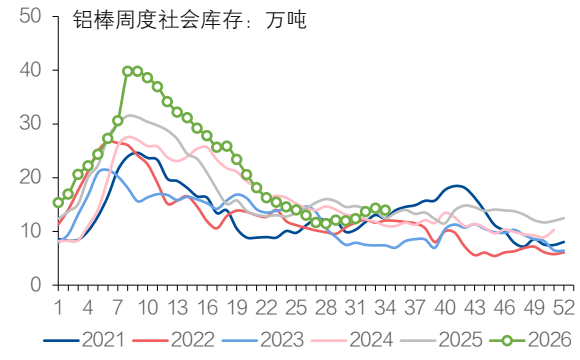
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、本期三大交易所电解铝库存累积环比下降



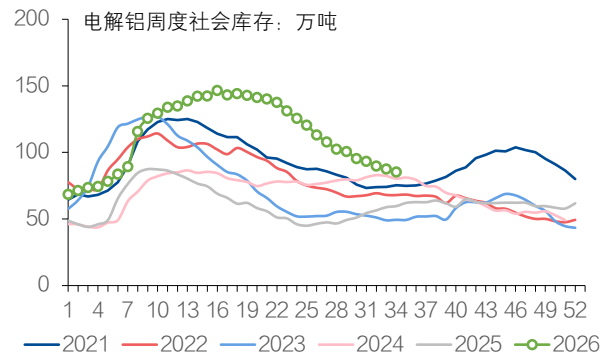
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、本期铝棒社会库存周环比下降



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

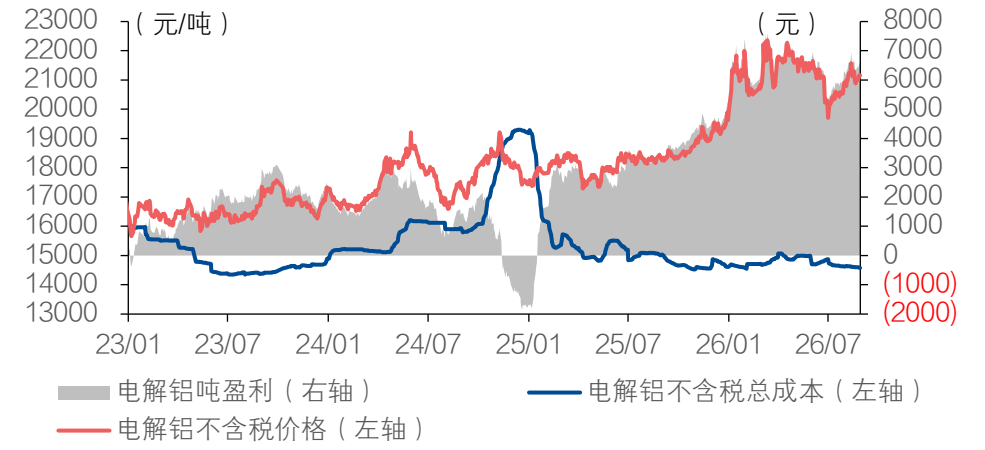
图9、本期电解铝社会库存周环比下降



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

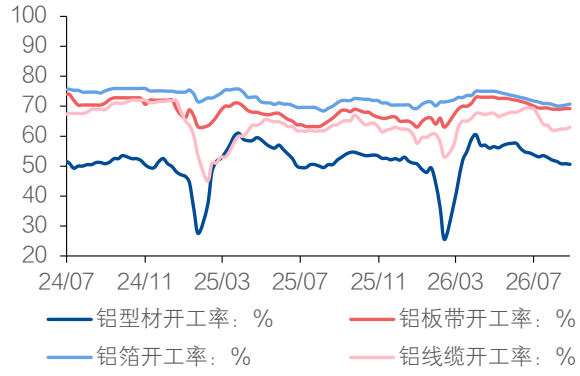
下载日志已记录，仅供内部参考

图10、本期电解铝吨盈利环比上升



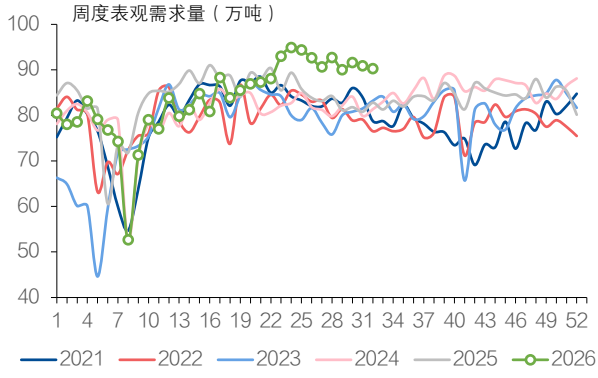
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、本期铝下游龙头企业开工率环比上升



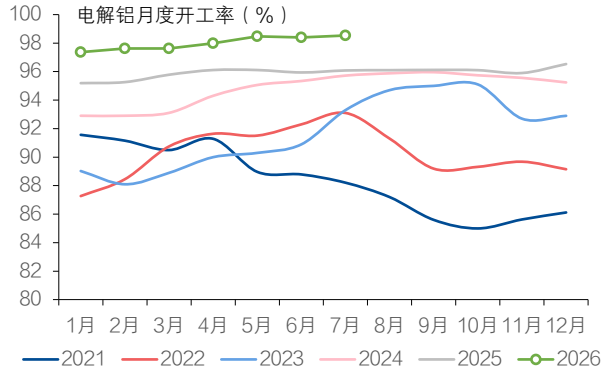
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、本期电解铝表观需求量环比下降



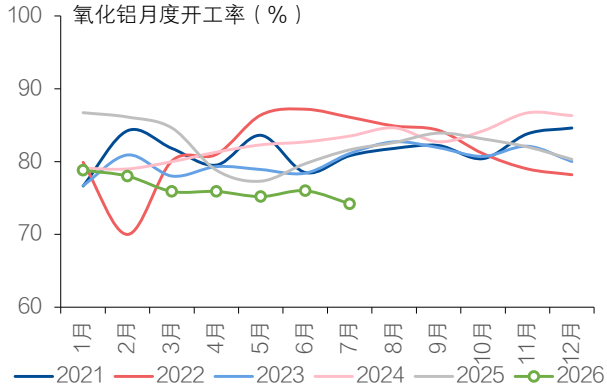
数据来源：SMM，百川盈孚，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、2026 年 7 月电解铝开工率为 98.54%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、2026 年 7 月氧化铝开工率为 74.2%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）铜：Codelco 上半年产量同比下降 11%，供给约束推动铜价中枢上移

铜价本周继续上涨，尽管美国加息预期重新升温，矿端极度紧张与国内库存快速下降仍推动价格中枢上移。本周电解铜现价升至 109595 元/吨，周环比上涨 1745 元/吨，涨幅 1.6%。产业端表现进一步偏强：铜精矿 TC 单周下降 17.7 美元/吨至 -199.8 美元/吨，逼近-200 美元/吨；SHFE 库存与国内社会库存继续下降。与此同时，Codelco 本周披露上半年自产铜同比下降 11%，矿端供给兑现继续偏弱。周五沃什 Jackson Hole 讲话推动 9 月加息概率明显上升，对铜价估值形成一定压力，但当前供给与低库存仍占据主导，维持铜价高位偏强判断。当前铜价仍处于宏观需求预期偏弱与矿端、低库存支撑之间的博弈，维持高位震荡偏强判断。展望下半年，硫磺硫酸、厄尔尼诺、南美劳工谈判等均会在供给端产生扰动，只要 TC 维持深度负值、库存继续下降，铜价仍有望维持偏强运行。建议关注紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、西部矿业、江西铜业、铜陵有色、中国黄金国际、中国有色矿业等。

宏观端，PCE 维持高位叠加沃什 Jackson Hole 转鹰，本周海外宏观由前期支撑转为一定压制。美国 7 月 PCE 同比上涨 3.7%，高于市场预期的 3.6%，核心 PCE 同比维持 3.3%；数据公布后 9 月加息概率升至 40%。周五沃什进一步表示，如果无法确认基础通胀正以足够速度回到 2%，美联储仍有进一步工作要做，并指出当前金融条件尚未明显具有限制性，9 月加息概率随后升至 57%，美元和 2 年期美债收益率同步上行。整体看，本周宏观条件并不利于铜价，但铜价仍上涨 1.6%，供给和库存约束对价格的影响更强。

供给端，TC 单周再跌近 18 美元，叠加 Codelco 上半年产量下降 11%，矿端紧张继续强化。本周铜精矿 TC 降至 -199.8 美元/吨，周环比下降 17.7 美元/吨，跌幅 9.7%，现货精矿采购竞争进一步加剧。Codelco 本周披露，上半年自产铜仅 56.4 万吨，较去年同期 63.4 万吨下降 11%、减少约 7 万吨，其中 El Teniente 产量同比下降 27%，Chuquicamata 下降 22%，Ministro Hales 下降 21%。公司在本次报告中没有重新给出全年产量预期，同时再次确认 Andes Norte 受地震风险影响、预计 2029 年投产。全球最大铜生产商之一产量继续下降，与 TC 逼近-200 美元/吨相互印证，矿端供给依然是铜价最强支撑。

需求端，铜杆开工率继续回升，叠加社会库存快速下降，国内现货需求较前几周明显改善。本周铜杆开工率回升至 62.44%，周环比提高 1.24 个百分点，连续第三周修复。更值得关注的是库存变化：电解铜社会库存下降 2.49 万吨至 10.95 万吨，单周降幅达到 18.5%。在铜价已经接近 11 万元/吨的情况下，开工率继续修复并伴随库存大幅去化，说明高价对刚性需求的抑制有所减弱。需求端虽然尚

下载日志已记录，仅供内部参考

未进入强补库阶段，但“开工恢复+现货去库”的组合较此前单纯依赖供给推动更为健康。

库存端，国内库存重新快速去化，LME 库存继续下降，库存支撑明显增强。本周三大交易所库存合计下降 1.22 万吨至 106.03 万吨。其中 SHFE 库存下降 1.71 万吨至 7.24 万吨，单周降幅达到 19.1%；LME 库存下降 0.60 万吨至 23.43 万吨；COMEX 库存继续增加 1.09 万吨至 75.36 万吨。国内社会库存同步下降 2.32 万吨至 14.80 万吨，降幅 13.6%。上周集中交仓带来的库存回补没有延续，本周国内和 LME 重新转向去库，供需偏紧信号再次强化。

LME 现货结构，逼仓最激烈阶段有所缓和，但可交割资源再次收缩，现货挤压风险尚未解除。本周 LME 出现约 6.54 万吨注销仓单，可用库存一度仅剩约 9 万吨。上周集中交仓曾短暂缓解现货逼仓，但本周大量仓单再次申请提货，说明进入 LME 仓库的金属并没有形成稳定可交割供应。在美国持续吸收精炼铜、国内库存又快速下降的背景下，伦敦市场仍处于两端争夺现货资源的位置。后续如果注销仓单继续增加、Cash-3M 再次快速走阔，LME 近月挤仓风险仍可能重新升温。

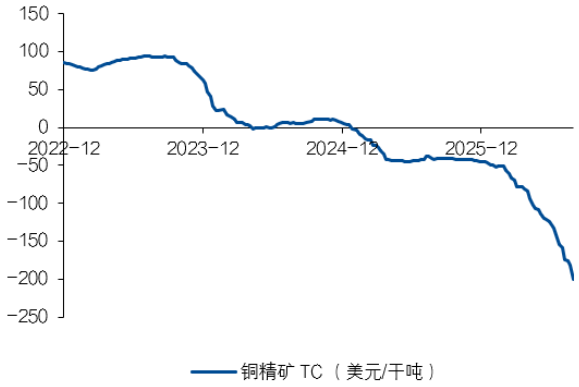
232 关税与 CL 结构，CL 价差大幅收窄，关税交易正在从“COMEX 高溢价”向“非美市场缺货”阶段演化。本周 CL 价差降至 148 美元/吨，周环比下降 164 美元/吨，降幅达到 52.6%，但 COMEX 库存仍增加 1.09 万吨并刷新高位。美国 232 铜关税最终决定仍未公布，当前市场预期仍围绕 2027 年可能实施 15%的精炼铜关税交易。此前套利资金持续将铜运入美国，COMEX 库存不断累积；随着 LME 库存和中国库存持续下降，伦铜自身开始明显补涨，使 CL 价差快速收窄。当前关税交易的价格影响正在由“美国铜更贵”，逐步转向“美国囤货造成非美铜更紧”，如果最终关税落地，非美可流通库存进一步下降可能继续放大铜价弹性。

图15、本期电解铜价格环比变化



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

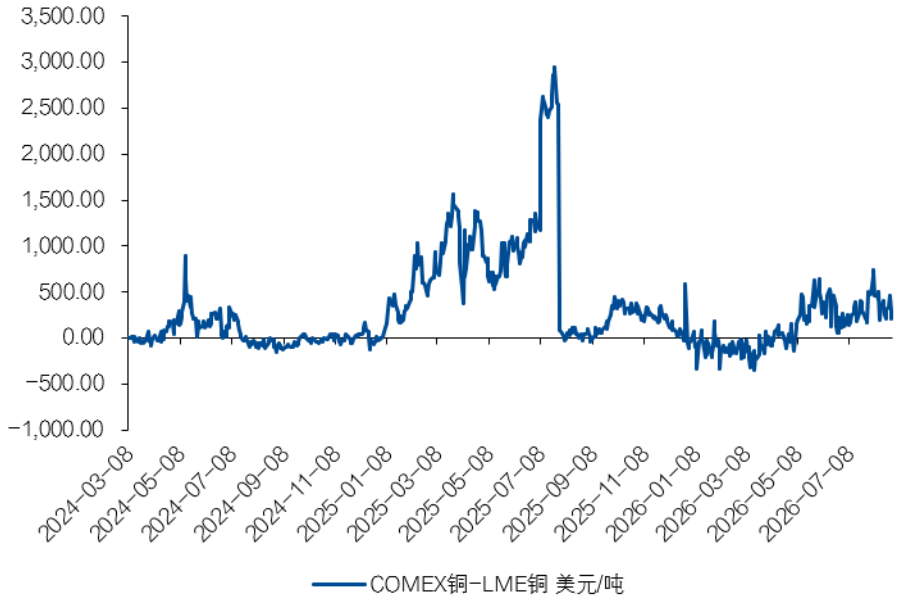
图16、本期 TC 加工费变化



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

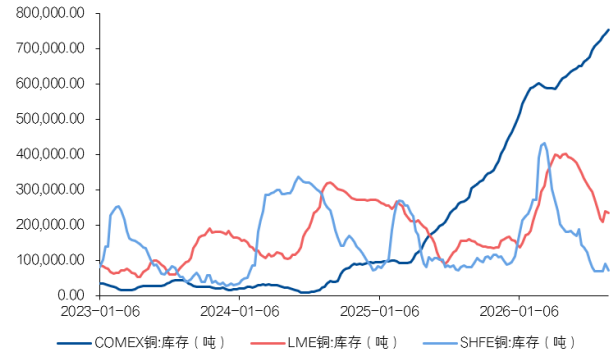
下载日志已记录，仅供内部参考

图17、本期电解铜 CL 价差环比变化



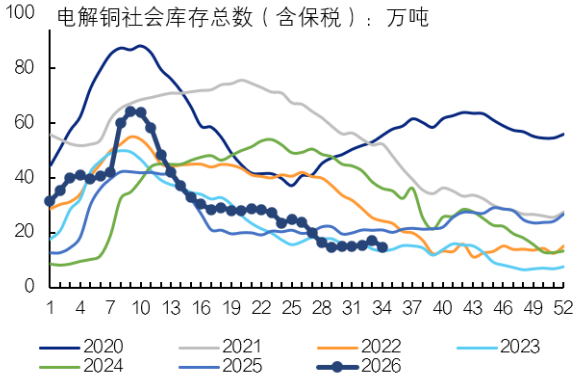
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、本期全球三大交易所库存变化



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

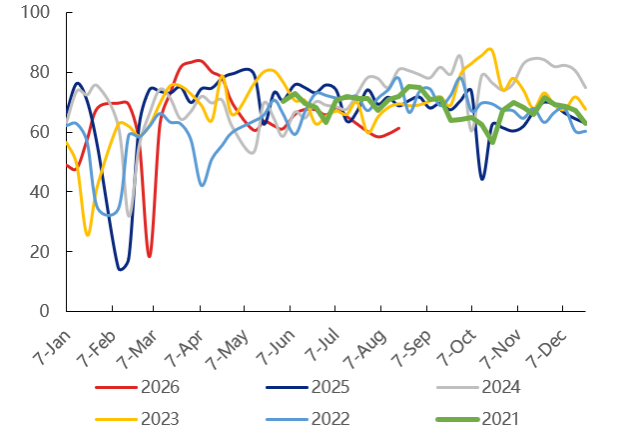
图19、本期国内电解铜社会库存周度库存变化（万吨）



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

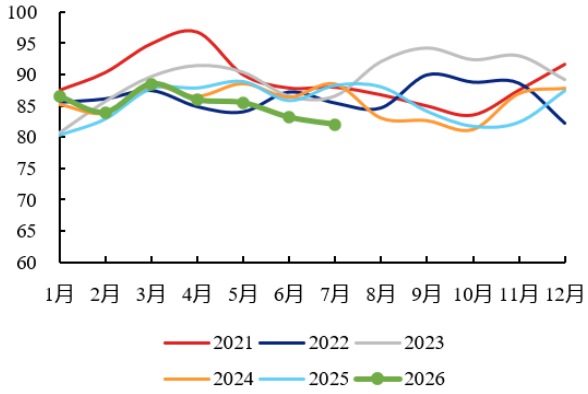
下载日志已记录，仅供内部参考

图20、本期电解铜制杆开工率变化 （%）



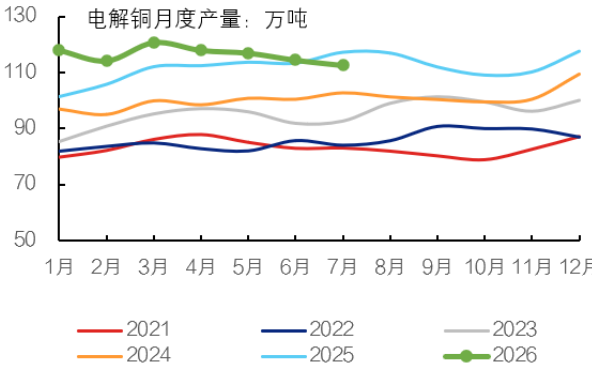
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、2026 年 7 月电解铜月度开工率变化（%）



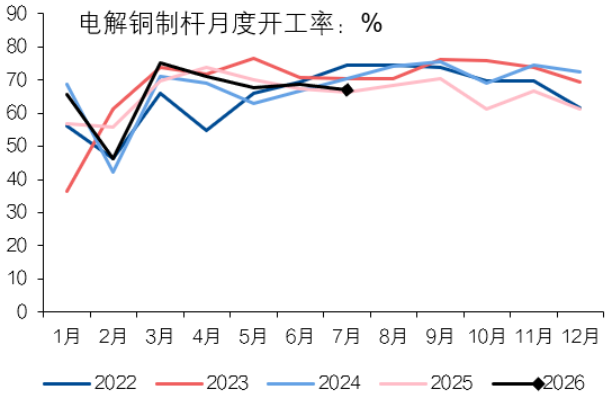
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、2026 年 7 月电解铜月度产量变化



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、2026 年 7 月电解铜制杆月度开工率变化



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）锡：锡价环比下跌

本期锡价环比下跌。基本面来看，供给端，锡矿供应格局延续偏紧。其中国内方面，云南个旧产业园区管理委员会发布方案，整治北部园区内所有选矿、洗矿、矿石加工企业收购、中转、加工外部盗采矿石等非法行为；缅甸方面，7 月我国自缅甸进口锡精矿折金属量约 1077 吨，环比下降 23%，主要由于雨季叠加矿洞积水拖累生产进程，同时佤邦审批程序相对冗长复杂影响实际报关通关量，短期内或难有大幅增量；印尼方面，此前受出口许可下发进度影响印尼精炼锡出口有所下滑，7 月精炼锡出口量为 4564.5 吨，环比增长 52%，8 月截至 26 日印尼交易所出口量为 3510 吨，印尼出口逐步恢复中。整体来看，佤邦以及印尼供应仍存在扰动，同时库存处于低位，整体供需偏向紧平衡，预计紧供需对锡价仍然具有较强支撑，后续关注佤邦复产进度、印尼出口情况等。

下载日志已记录，仅供内部参考

图24、本期锡锭价格环比下降



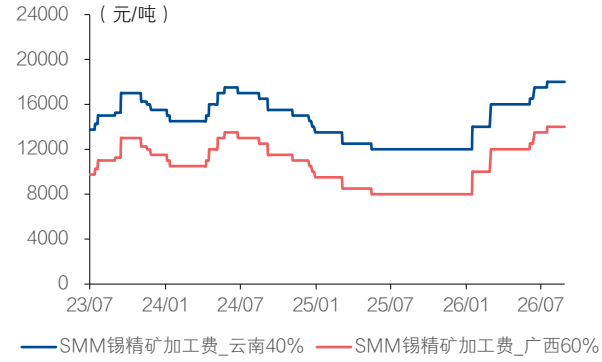
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、本期锡锭社会库存环比上升



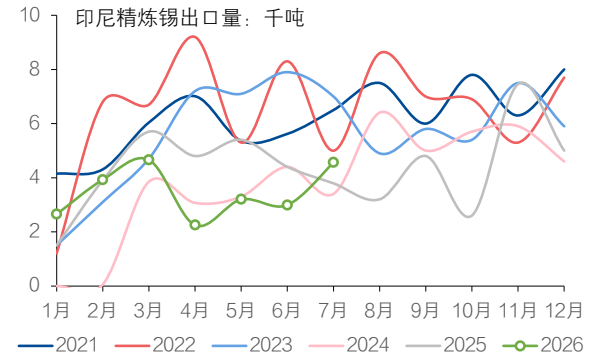
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、本期锡精矿加工费环比持平



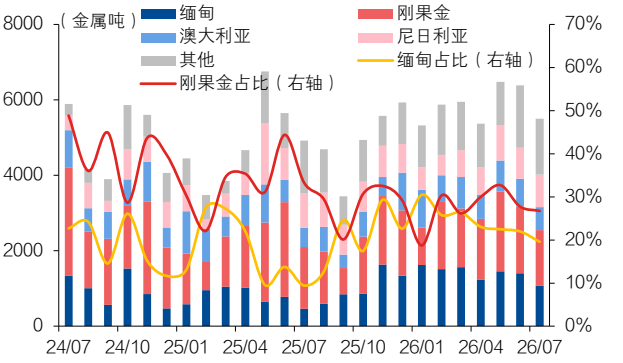
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、2026 年 7 月印尼精炼锡出口量环比增加



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、2026 年 7 月锡矿进口量环比下降



数据来源：iFinD，海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

三、金银：沃什转鹰短线压制金价，但价格中枢维持看涨

PCE 高位粘性叠加沃什 Jackson Hole 偏鹰讲话，市场重新上调 9 月加息预期。

本周现货黄金最高升至 4697.07 美元/盎司，一度逼近 4700 美元关口；周五沃什

下载日志已记录，仅供内部参考

讲话后，降至 4562.75 美元/盎司，结束此前连续三周上涨。本周定价由前期美元走弱和资金回流，重新切换至“通胀粘性—联储可能加息—美元反弹”，黄金短期进入高位仓位消化。往后展望，我们认为在美伊冲突不进一步扩大的情况下，黄金逐渐进入右侧，下半年，央行购金稳定中期需求，美国 YCC 政策或将导致利率下行，年内，在加息预期回摆与实际加息的可能性之间博弈，期待 2027 年下半年出现降息窗口，黄金价格中枢或许会逐步抬升。建议关注灵宝黄金、万国黄金集团、赤峰黄金、山金国际、中国黄金国际等。

经济与通胀数据，7 月 PCE 维持高位，通胀继续向 2%回落的速度不够快，市场重新提高对美联储进一步收紧的警惕。本周公布的美国 7 月 PCE 同比上涨 3.7%，略高于市场预期的 3.6%；核心 PCE 同比上涨 3.3%。数据公布后，市场对 9 月加息的定价由数据前约 36%提高至 40%。单独看 PCE 并没有触发剧烈利率重定价，但通胀仍明显高于 2%目标，为随后沃什强化抗通胀立场提供了政策基础。

沃什首次 Jackson Hole 讲话明显强化抗通胀立场，成为本周黄金下跌最核心的催化。沃什周五表示，如果美联储无法确信基础通胀正在回归 2%目标，政策制定者仍有“工作要做”；同时指出当前金融条件并不明显具有限制性，经济表现仍具韧性。讲话没有明确承诺 9 月加息，但这是沃什上任以来最接近公开承认进一步加息可能性的表态。市场将讲话解读为明显偏鹰，2 年期与 10 年期美债收益率均快速上行，黄金随之出现快速减仓。

利率预期，9 月加息概率从上周约 40%升至周五约 57%，近端利率预期逆转。上周市场对 9 月加息的定价仍只有约 40%，沃什讲话后迅速升至 57%，12 月前加息概率进一步升至约 88.9%。前两周支撑黄金上涨的“加息交易退出”本周出现明显逆转。短期金价能否重新上攻 4700 美元，很大程度取决于下周就业数据能否再次压低加息概率。

沃什讲话推动美元创两个月最大单日涨幅。周五美元指数上涨 0.55%，收报 99.66，创下 6 月 17 日以来最大单日涨幅，周线涨幅接近 0.9%，为 10 周来最佳表现。美元兑日元升至 **160.09**，重新站上 160 关口。日本财务省本周同时公布，7 月 30 日至 8 月 26 日期间累计动用创纪录的 **15.4 万亿日元、约 965 亿美元**干预汇市，但日元仍维持弱势。美国加息预期升温继续扩大美日利差压力，美元走强也放大了黄金周五的跌幅。

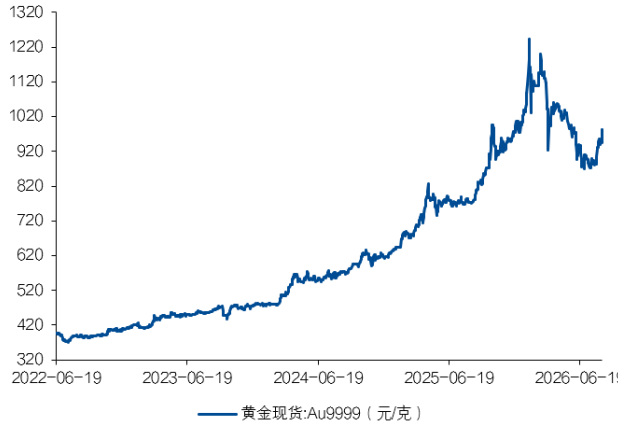
下载日志已记录，仅供内部参考

图29、本期伦敦现货黄金变化



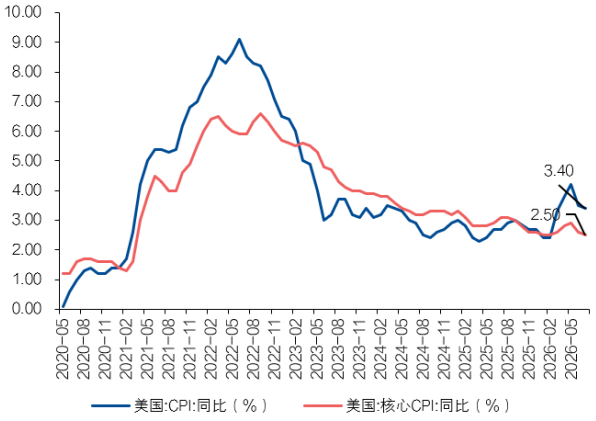
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、本期上海现货黄金变化



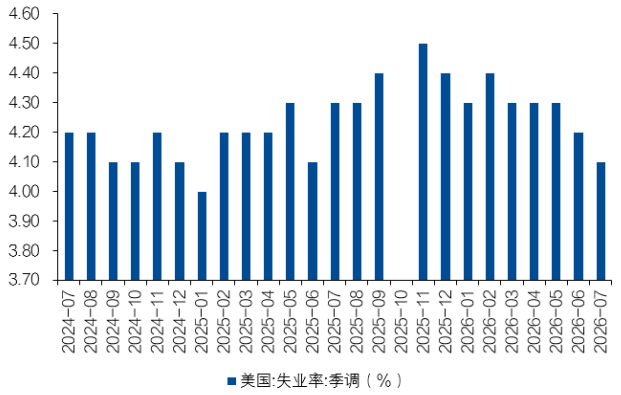
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、美国整体 CPI 同比变化



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、美国失业率变化



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、本期 SPDR 黄金 ETF 持有量变化



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

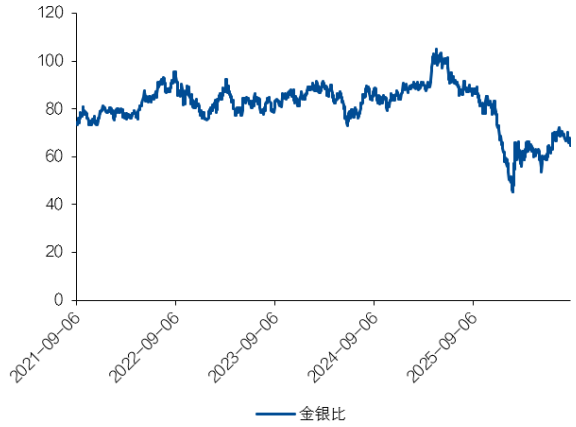
图34、本期 COMEX 黄金非商业持仓净多头变化



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

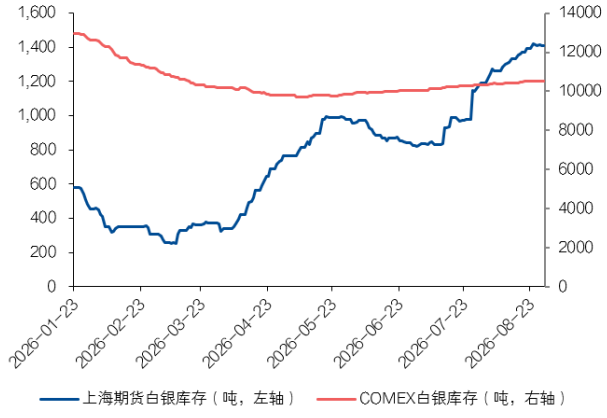
下载日志已记录，仅供内部参考

图35、本期金银比变化



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、本期上期所白银库存变化



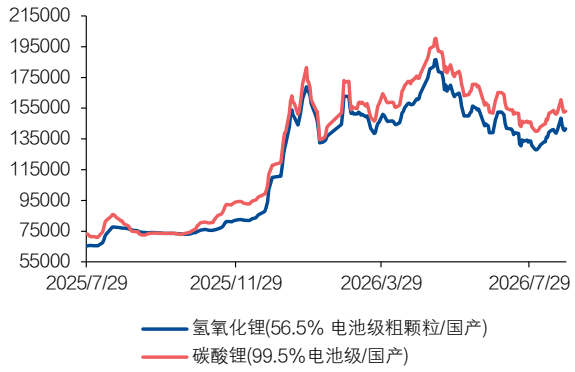
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

四、能源金属及稀土基本面跟踪

（一）锂：锂价持续上涨

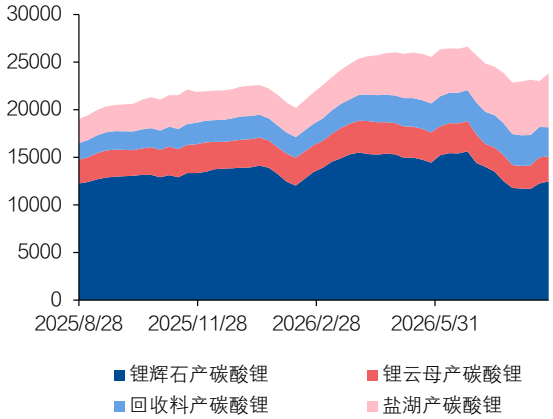
根据 SMM 数据，本期电池级碳酸锂价格为 15.3 万元/吨，周度环比上涨 0.49%。供给端，本期国内电碳产量 2.31 万吨，环比增加 801 吨；需求端，预计 2026 年 9 月下游需求环比显著改善，当前国内各产业链碳酸锂库存为 6.16 万吨，环比下降 4745 吨，国内锂盐市场当前处于供需两旺状态。展望后市，当前现货成交已逐步改善，9 月旺季需求预计环比显著增长，旺季到来锂价持续上涨。长期来看，受益于国内外储能需求持续增长以及资源端供给波动，预计碳酸锂供需总体将偏紧，碳酸锂价格中枢仍有望维持在较高水平。建议关注中矿资源和赣锋锂业等。

图37、本期电碳价格环比上涨 0.50%（元/吨）



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

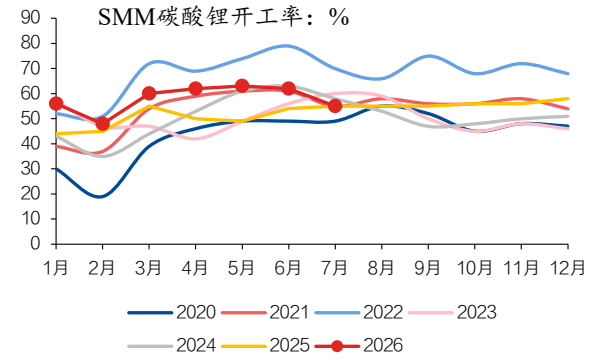
图38、本期国内碳酸锂产量环比增加 801 吨（吨）



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

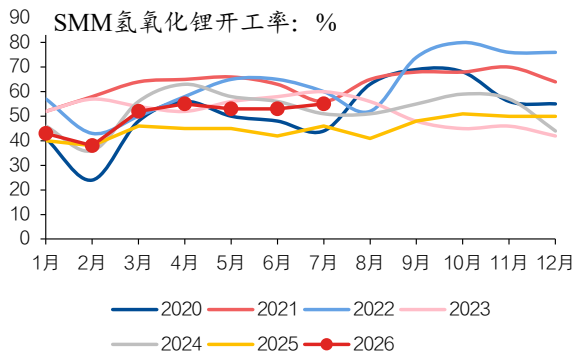
下载日志已记录，仅供内部参考

图39、2026 年 7 月碳酸锂开工率环比下降 7pct



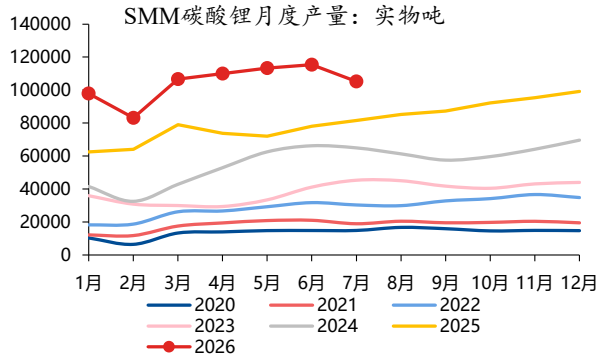
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、2026 年 7 月氢氧化锂开工率环比提高 2pct



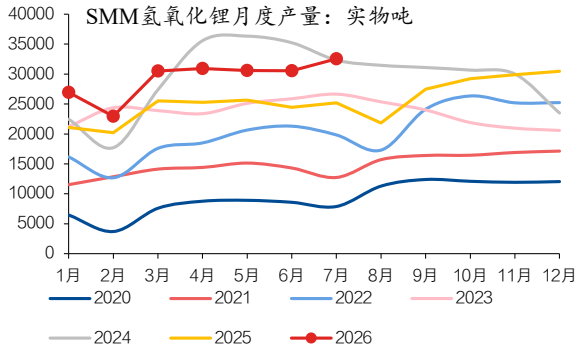
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、2026 年 7 月碳酸锂产量环比下降 8.79%



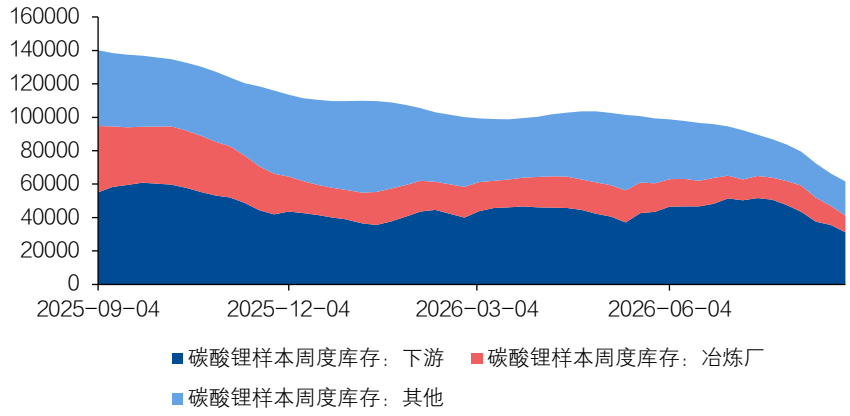
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、2026 年 7 月氢氧化锂产量环比增长 6.55%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

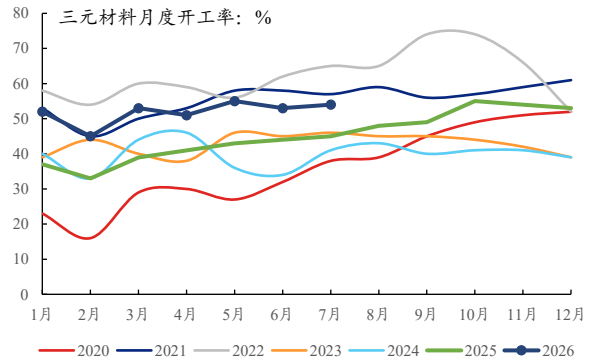
图43、本期国内碳酸锂总体库存环比下降 4745 吨（吨）



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

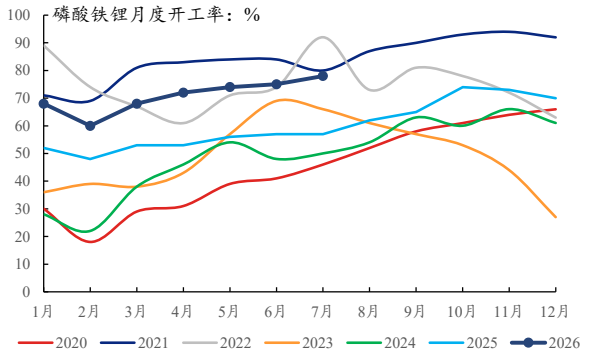
下载日志已记录，仅供内部参考

图44、2026 年 7 月三元材料开工率环比提高 1pct



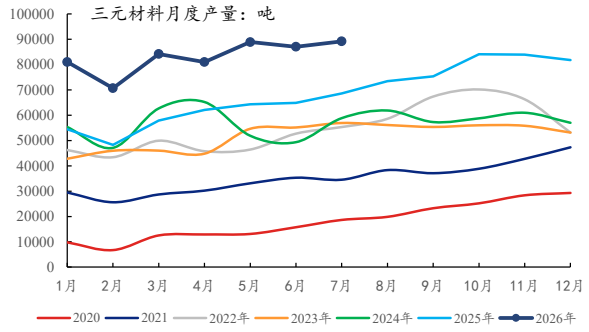
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、2026 年 7 月磷酸铁锂开工率环比提升 3pct



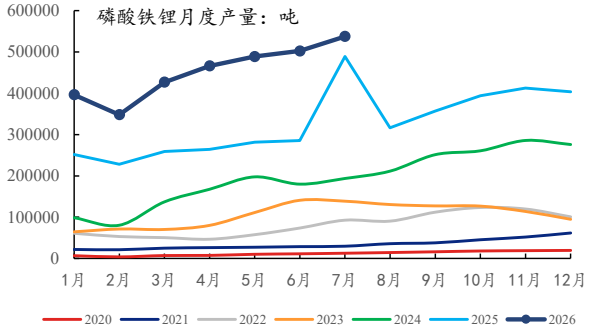
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、2026 年 7 月三元材料产量环比增长 2.5%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、2026 年 7 月磷酸铁锂产量环比增长 7.01%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

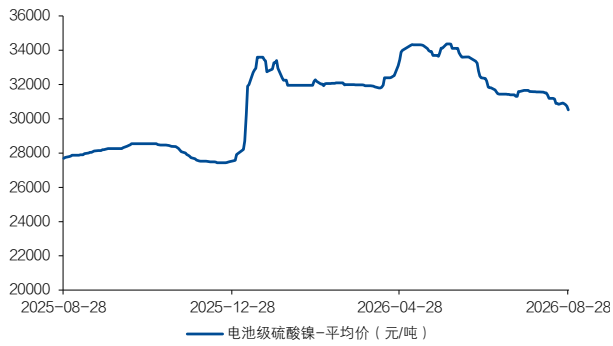
（二）钴镍：镍价震荡下滑

图48、本期电解镍价格环比下跌 0.77%（元/吨）



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

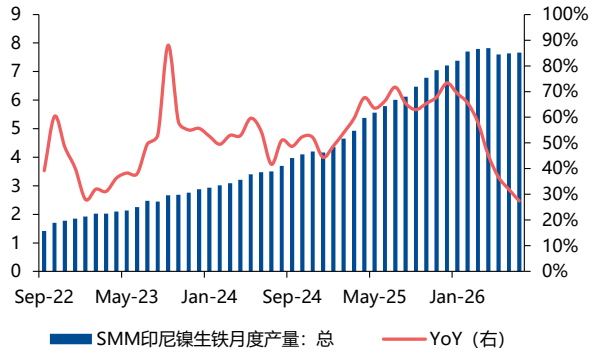
图49、本期电池级硫酸镍价格环比下降 1.05%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

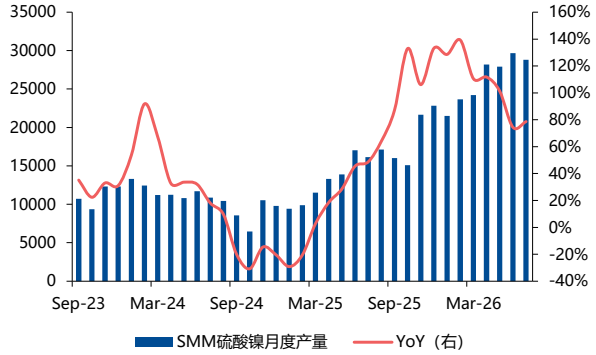
下载日志已记录，仅供内部参考

图50、2026 年 7 月印尼镍生铁月度产量环比增长 0.26%（单位：金属吨）



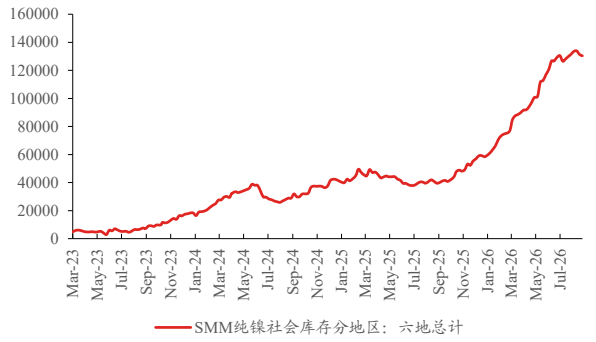
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图51、2026 年 7 月中国硫酸镍月度产量环比下降 2.93%（单位：金属吨）



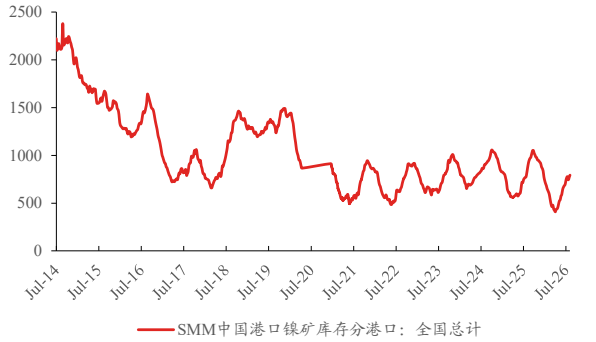
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、本期国内六地纯镍社会库存环比下降 0.72%（单位：吨）



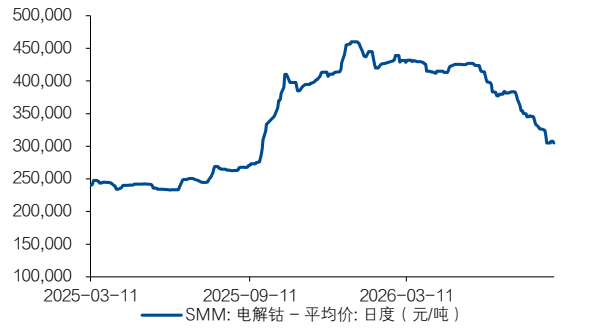
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图53、本期中国港口镍矿分港口库存环比增长 3.12%（单位：万湿吨）



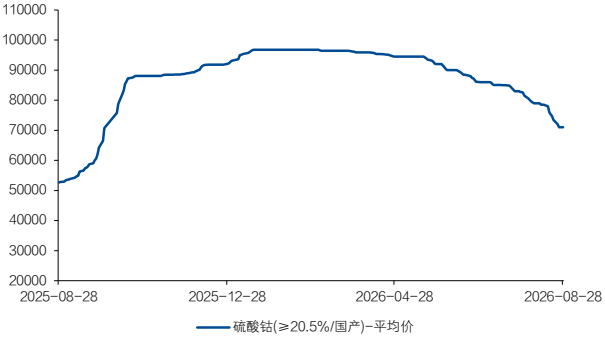
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图54、本期国内电解钴价格环比持平（单位：元/吨）



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

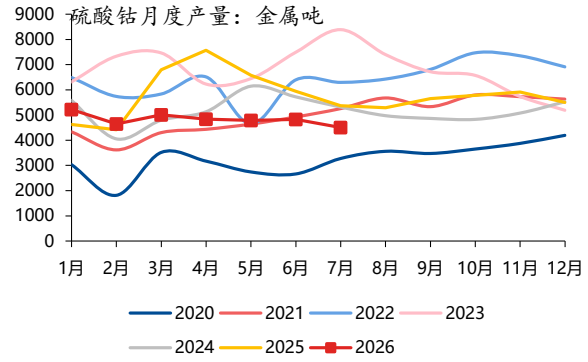
图55、本期国内硫酸钴价格环比下跌 3.4%(单位：元/吨）



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

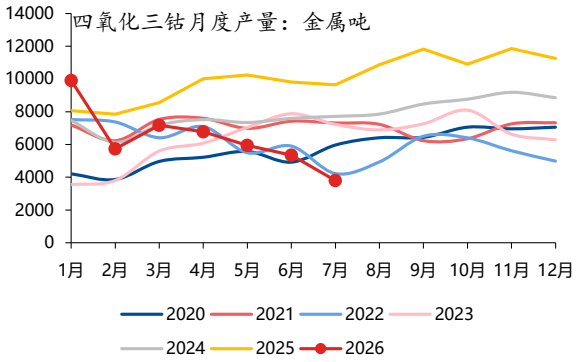
下载日志已记录，仅供内部参考

图56、2026 年 7 月硫酸钴月度产量环比下降 6.59%（单位：金属吨）



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图57、2026 年 7 月四氧化三钴月度产量环比下降 28.97%（单位：金属吨）



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）稀土：本期稀土价格偏强运行，冶炼分离瓶颈推动价值重估

本周稀土价格整体偏强运行，氧化镨钕价格由上周五的72.65万元/吨上调至72.75万元/吨，涨幅约0.14%；镨钕金属涨至88.25万元/吨，偏强运行。氧化镝价格由上周五的143.0万元/吨大幅上涨至146.0万元/吨，涨幅约2.10%，氧化铽价格由上周五的662.5万元/吨上调至677.5万元/吨，涨幅约1.57%，中重稀土价格走势强于轻稀土。根据海关总署数据，2026年7月中国稀土永磁体出口量为5,375吨，环比下降4%，同比减少3.6%。1-7月累计出口量达到36,880吨，月均出口约5,268吨。总体出口节奏与早前预期基本吻合，未出现明显偏离趋势线的剧烈波动，当月出口环比下滑，主要受到海外暑期休假季节性因素以及部分出口审批流程拉长的共同影响，一定程度上抑制了短期订单的释放。建议关注具备中重稀土资源和分离能力的**中国稀土、中稀有色，**且两者为中国稀土集团的上市平台，和集团资源存在同业竞争问题，亟待解决；具备轻稀土资源和镨钕弹性的**北方稀土、盛和资源**；具备晶界扩散、车规客户和规模交付能力的**金力永磁、宁波韵升、正海磁材、中科三环**；以及受益再生稀土规范化的**华宏科技**。

下载日志已记录，仅供内部参考

图58、本期氧化镨钕价格变动幅度为+0.14%



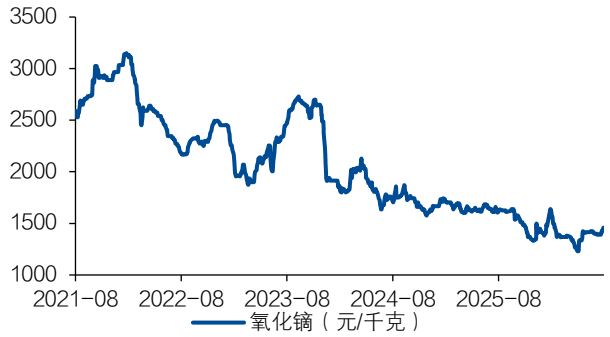
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图59、本期金属镨钕价格变动幅度为+0.28%



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图60、本期氧化镝价格变动幅度为+2.10%



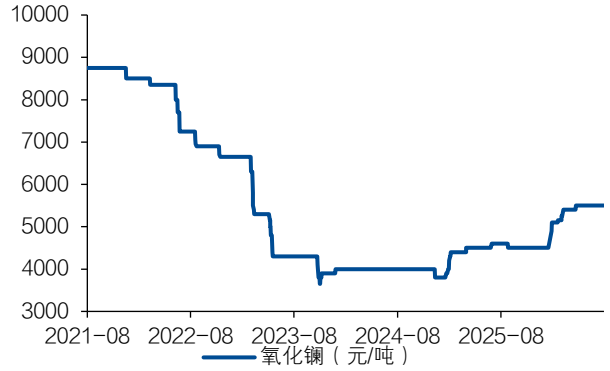
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图61、本期氧化铽价格变动幅度为+1.57%



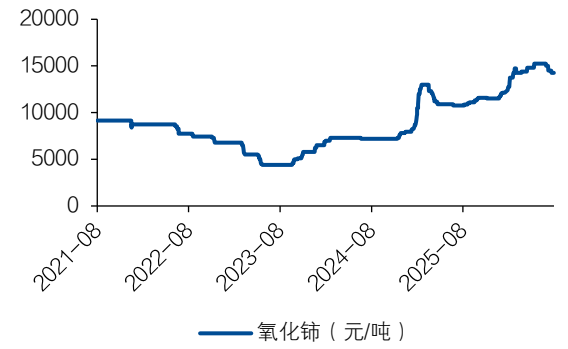
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图62、本期氧化镧价格变动幅度为+0.00%



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图63、本期氧化铈价格变动幅度为+0.00%



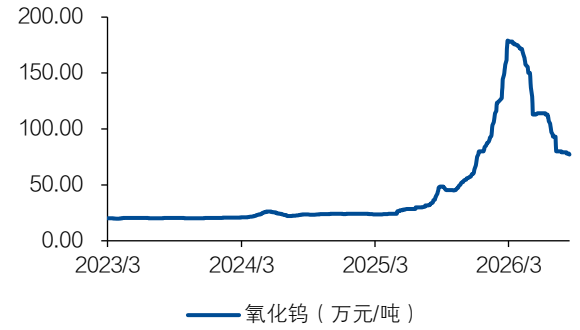
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

（四）钨：本期钨价整体呈弱稳态势

本周国内钨价整体呈现弱稳态势，需求侧支撑仍显不足，现货交投情绪谨慎。市场焦点转向所谓“金九旺季”的原料库存消化进度、下游采购放量节奏以及头部钨企新一轮长单报价。建议关注**中钨高新、厦门钨业、佳鑫国际资源**等。

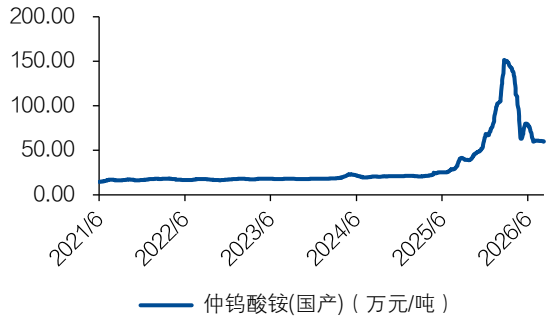
下载日志已记录，仅供内部参考

图64、本期黑钨精矿价格变动幅度为-0.24%



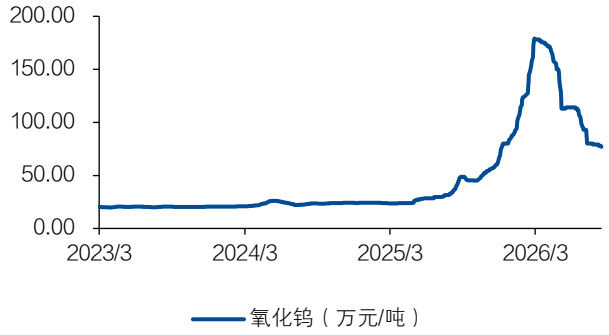
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图65、本期仲钨酸铵价格变动幅度为-0.50%



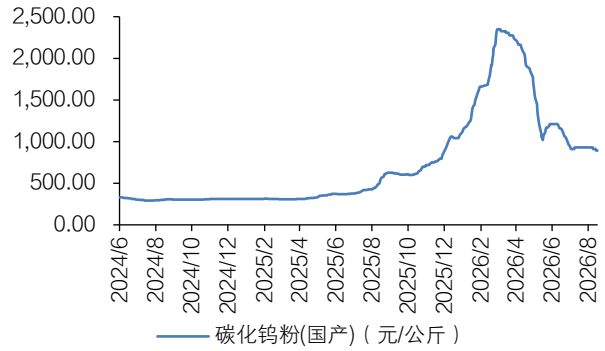
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图66、本期氧化钨价格变动幅度为-1.28%



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图67、本期碳化钨价格变动幅度为-2.20%



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

（五）钼：本期钼价整体偏强运行

根据 SMM 数据，本周国内钼价整体偏弱运行，主要表现在原料价格小幅回落、贸易商进场操作情绪不高以及实际成交量有限。建议关注**金钼股份、盛龙股份**。

图68、本期钼精矿(50%)价格变动幅度为-0.55%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图69、本期氧化钼价格变动幅度为-0.55%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

图70、本期钼铁（60%）价格变动幅度为-0.73%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图71、本期四钼酸铵价格变动幅度为-0.61%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

五、风险提示

宏观经济不及预期、货币超预期收缩、新能源消费不及预期等、钢铁终端需求恢复不及预期、原料价格大幅波动等。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn