仅供内部参考，请勿外传

行业评级	推荐（维持）
报告日期	2026 年 10 月 13 日

相关研究

【兴证金属】26Q4 看好金属新材料投资机会-2026.09.28

【兴证金属】美国加息落地，金价如期反弹-2026.09.20

【兴证金属】金价充分压力测试，有望重回上涨轨道-2026.09.14

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

电解铝权益资产迎定价重估

投资要点：

- **电解铝权益资产迎定价重估**

宏观预期及贵金属：中东局势混沌，油价维持高位震荡；美国货币政策仍隐含一次年内加息预期。预计 11 月份美国中选前，宏观风向对贵金属定价仍起到压制。

基本金属：铜价角度看，需求旺季铜价回踩后价格接受度得到验证。非美低库存状态下，预计铜价仍保持高位震荡走强趋势。核心关注 10 月全球冶炼长协谈判及矿供紧张趋势的显性表达。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。电解铝标的从利润表和资产负债表角度，或进一步从纯周期股转向周期红利资产估值。

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。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，短期受中美博弈催化，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：10 月暂停加息预期强化，长端实际利率冲高回落**

黄金本周先跌后涨，周中长端美债收益率与美元同步走强推动金价下跌，但 10 月加息预期进一步下降、实际利率随后回落，黄金上涨。10 月加息已经基本退出市场基准情景，但 12 月加息仍被高度定价；下一阶段要看 CPI 能否同时压低通胀预期和实际利率，如果两者共振向下，10Y 名义利率会加速回落，黄金或许才会切换为趋势上涨。往后展望，我们认为在美伊冲突不进一步扩大的情况下，黄金价格有望震荡上行，下半年，央行购金稳定中期需求，期待加息预期演绎及利率出现拐点，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：Centinela 正式罢工，LME 库存继续下降**

铜价本周继续上涨，海外矿山罢工风险与 LME 现货收紧提供支撑。本周电解铜现价升至 111465 元/吨，周环比上涨 1185 元/吨、涨幅 1.1%。库存结构分化明显：LME 库存下降 1.36 万吨至 23.13 万吨、降幅 5.6%，COMEX 库存继续增加 0.72 万吨至 78.63 万吨；国内假期后 SHFE 库存则增加 2.00 万吨、增幅 51.6%，电解铜社会库存增加 29%。供给端本周 Centinela 正式进入罢工，同时 Escondida 调解仍未达成协议；但 Kamoa-Kakula Q3 产量环比明显恢复，对矿端形成一定增量对冲。整体看，本周价格仍由海外现货偏紧和供给风险支撑，节后国内需求能否快速消化假期累库，是下一阶段铜价能否继续上行的核心验证。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。

- **铝：电解铝权益资产迎定价重估**

本期铝价下跌。供给端，国内方面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

仅供内部参考，请勿外传

区卡塔尔铝业截至 7 月仍未复产，巴林铝业目前以 160 万吨产能中的 130 万吨年产能生产，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，下游进入需求旺季，铝加工开工率小幅回升。库存端，LME 库存持续下降，同时此前受铝材出口推动影响，国内铝锭去库加速，预计需求旺季库存去化趋势有望持续。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 6100 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，国内库存同步延续去库趋势，全球铝元素库存降至低位，铝价短期预计将延续偏强震荡运行，按照当前铝价测算，权益端估值水平处于较低位置，低估值+高红利属性带来的防御价值凸显，权益端资产定价预计迎来重估。建议关注**云铝股份、天山铝业、宏桥控股、神火股份、中国铝业**等。

- **锂：锂价震荡下滑**

根据 SMM 和钢联数据，本期电池级碳酸锂价格为 11.89 万元/吨，周度环比下跌 0.38%。供给端，本期国内电碳产量 2.54 万吨，环比下降 523 吨；需求端，预计 2026 年 10 月下游需求环比增长，当前钢联统计国内碳酸锂库存为 11.36 万吨，环比下降 3850 吨，国内锂盐市场当前处于供需两旺状态，但近期锂价受到远期碳酸锂供需预期过剩等因素影响，显著下跌。展望后市，当前现货成交已逐步改善，10 月旺季需求预计环比显著增长，锂价预计持续震荡。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**

本期锡价环比下降。基本面来看，供给端，锡矿供应格局延续偏紧。其中缅甸方面，8 月我国自缅甸进口锡精矿折金属量约 1500 吨，环比有所恢复，主要由于雨季有所缓解叠加部分矿洞积水已经运输情况有所改善，但雨季以及矿洞抽水问题仍对复产有所影响，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，8 月精炼锡出口量为 4804 吨，环比有所增长，9 月印尼交易所出口量为 3835 吨，环比 8 月小幅减少。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：本期轻稀土价格偏强运行，冶炼分离瓶颈推动价值重估**

本周轻稀土价格整体维稳运行，氧化镨钕价格由上期的 73.80 万元/吨上调至 73.95 万元/吨，涨幅约 0.20%；镨钕金属涨至 89.75 万元/吨，轻稀土价格整体偏强运行。氧化镝价格由上期的 143.5 万元/吨跌至 143.0 万元/吨，跌幅约 0.35%，氧化铽价格由上期的 657.5 万元/吨下调至 647.5 万元/吨，跌幅约 1.52%。本周稀土价格整体表现分化，镨钕系价格坚挺稳中有升，中重稀土普遍偏弱。市场上游挺价意愿较强，下游采购以刚需小单为主，成交未见明显放量。2026 年 10 月 10 日北方稀土发布 2026Q4 稀土精矿交易价格，定价为不含税 38769 元/吨（干量， REO=50%），REO 每增减 1%、不含税价格增减 775.38 元/吨，较 2026Q3 的 38,565 元/吨，上涨 204 元/吨，环比约上涨 0.53%，原材料价格仍维持高位，支撑稀土价格。**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。**

- **钨：本期钨价继续下跌**

本周国内钨价继续下跌。本周国内钨价仍旧处在弱势调整阶段，需求消化相对缓慢，现货成交持续清淡。建议关注中钨高新、厦门钨业、佳鑫国际资源等。

仅供内部参考，请勿外传

- **钼：本期钼价横盘运行，关注厄尔尼诺对供给端的影响**

根据 SMM 数据，本周国内钼市整体维持横盘运行，受中秋假期刚结束的影响，贸易商进场操作情绪较低，故使产品价格在窄幅区间波动，实际交易量有限。从供应端上看，受国庆小长假、环保政策趋严、矿山品位下降以及能源价格高企等因素影响，部分钼矿山企业产量缩减；叠加海外钼价处于相对高位、地缘风险较大，国内钼制品进口受到抑制，进一步收紧钼原料供给。从需求端上看，短期市场需求偏弱，主要归因于部分下游用户尚未正常采购节奏。但从长期来看，钼下游产业发展向好，有望拉动钼产品需求增长。**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。

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、 行情周表现回顾 7
二、 工业金属基本面跟踪 8
（一） 铝：电解铝权益资产迎定价重估 9
（二） 铜：Centinela 正式罢工，LME 库存继续下降 11
（三） 锡：锡价环比下跌 14
三、 金银：10 月暂停加息预期强化，长端实际利率冲高后回落 15
四、 能源金属及稀土基本面跟踪 18
（一） 锂：锂价震荡下滑 18
（二） 钴镍：镍价震荡下滑 20
（三） 稀土：本期轻稀土价格偏强运行，稀土战略资源价值重估 22
（四） 钨：本期钨价整体呈弱稳态势 23
（五） 钼：本期钼价偏弱运行，关注厄尔尼诺对供给端的影响 24
五、 风险提示 25

图目录

图 1、 本期有色板块上涨 1.12%，跑赢上证综指 1.86pct 7
图 2、 本期黄金板块整体涨幅最大 7
图 3、 本期 A00 铝锭平均含税价环比下降 9
图 4、 本期氧化铝价格指数周环比小幅下降 9
图 5、 2026 年 10 月预焙阳极价格月环比上升 9
图 6、 本期 LME/ SHFE/COMEX 交易所铝库存环比下降 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上升 10
图 9、 本期电解铝社会库存周环比上升 10
图 10、 本期电解铝吨盈利环比下降 10
图 11、 上期铝下游龙头企业开工率环比下降 11
图 12、 本期电解铝表观需求量环比下降 11
图 13、 2026 年 9 月电解铝开工率为 98.54% 11
图 14、 2026 年 9 月氧化铝开工率为 77.3% 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 13
图 18、 本期全球三大交易所库存变化 13
图 19、 本期国内电解铜社会库存周度库存变化（万吨） 13
图 20、 本期电解铜制杆开工率变化 （%） 14
图 21、 2026 年 9 月电解铜月度开工率变化（%） 14
图 22、 2026 年 9 月电解铜月度产量变化 14
图 23、 2026 年 9 月电解铜制杆月度开工率变化 14
图 24、 本期锡锭价格环比下降 15
图 25、 本期锡锭社会库存环比上升 15
图 26、 本期锡精矿加工费环比持平 15
图 27、 2026 年 8 月印尼精炼锡出口量环比增加 15
图 28、 2026 年 8 月锡矿进口量环比上升 .....

仅供内部参考，请勿外传

图 29、 本期伦敦现货黄金变化 17
图 30、 本期上海现货黄金变化 17
图 31、 美国整体 CPI 同比变化 17
图 32、 美国失业率变化 17
图 33、 本期 SPDR 黄金 ETF 持有量变化 17
图 34、 本期 COMEX 黄金非商业持仓净多头变化 17
图 35、 本期金银比变化 18
图 36、 本期上期所白银库存变化 18
图 37、 本期电碳价格环比下跌 0.38%（元/吨） 18
图 38、 本期国内碳酸锂产量环比下降 523 吨（吨） 18
图 39、 2026 年 9 月碳酸锂开工率环比提高 2pct 19
图 40、 2026 年 9 月氢氧化锂开工率环比持平 19
图 41、 2026 年 9 月碳酸锂产量环比增长 2.77% 19
图 42、 2026 年 9 月氢氧化锂产量环比下降 0.59% 19
图 43、 本期国内碳酸锂总体库存环比下降 3850 吨（吨） 19
图 44、 2026 年 9 月三元材料开工率环比下降 6pct 20
图 45、 2026 年 9 月磷酸铁锂开工率环比下降 1pct 20
图 46、 2026 年 9 月三元材料产量环比下降 10.7% 20
图 47、 2026 年 9 月磷酸铁锂产量环比增长 5.76% 20
图 48、 本期电解镍价格环比下降 1.47%（元/吨） 20
图 49、 本期电池级硫酸镍价格环比下跌 0.93% 20
图 50、 2026 年 9 月印尼镍生铁月度产量环比增长 0.26%（单位：金属吨）. 21
图 51、 2026 年 9 月中国硫酸镍月度产量环比下降 2.93%（单位：金属吨）. 21
图 52、 本期国内六地纯镍社会库存环比下降 0.20%（单位：吨） 21
图 53、 本期中国港口镍矿分港口库存环比增长 3.23%（单位：万湿吨） 21
图 54、 本期国内电解钴价格环比上涨 0.19%（单位：元/吨） 21
图 55、 本期国内硫酸钴价格环比下跌 2.48%（单位：元/吨） 21
图 56、 2026 年 9 月硫酸钴月度产量环比下降 7.86%（单位：金属吨） 22
图 57、 2026 年 9 月四氧化三钴月度产量环比下降 14.43%（单位：金属吨）22
图 58、 本期氧化镨钕价格变动幅度为+0.2% 23
图 59、 本期金属镨钕价格变动幅度为+0.11% 23
图 60、 本期氧化镝价格变动幅度为-0.35% 23
图 61、 本期氧化铽价格变动幅度为-1.52% 23
图 62、 本期氧化镧价格保持不变 23
图 63、 本期氧化铈价格变动幅度为-1.75% 23
图 64、 本期黑钨精矿价格变动幅度为-10.41% 24
图 65、 本期仲钨酸铵价格变动幅度为-7.89% 24
图 66、 本期氧化钨价格变动幅度为-11.68% 24
图 67、 本期碳化钨价格变动幅度为-7.14% 24
图 68、 本期钼精矿（50%）价格变动幅度为-0.54% 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-0.58% 25
图 71、 本期四钼酸铵价格变动幅度为-0.91% 25

仅供内部参考，请勿外传

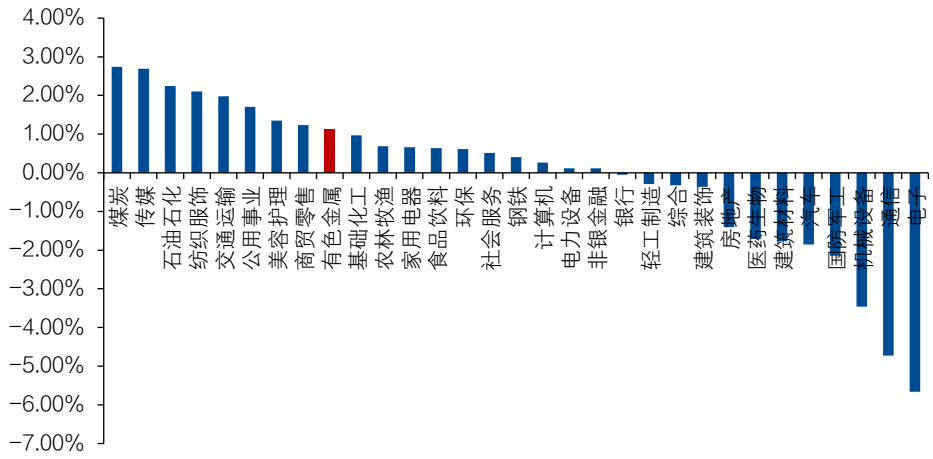
表目录

表 1、 本期宝武镁业等涨幅居前 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

仅供内部参考，请勿外传

一、行情周表现回顾

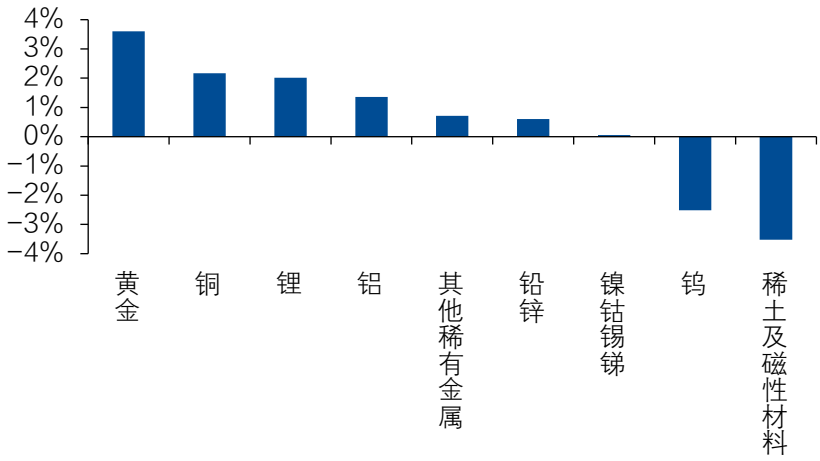
图1、本期有色板块上涨 1.12%，跑赢上证综指 1.86pct



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 10 月 8 日-10 月 9 日，下同

图2、本期黄金板块整体涨幅最大



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、本期宝武镁业等涨幅居前

涨幅前五		周涨跌幅（%）	跌幅前五		周涨跌幅（%）
002182. SZ	宝武镁业	11. 82	603115. SH	海星股份	-8. 49
601069. SH	西部黄金	8. 10	300811. SZ	铂科新材	-8. 49
603399. SH	永杉锂业	7. 99	605376. SH	博迁新材	-8. 43
603937. SH	丽岛新材	5. 79	601609. SH	金田股份	-8. 02
002149. SZ	西部材料	5. 48	002824. SZ	和胜股份	-7. 70

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）

仅供内部参考，请勿外传

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	110110	430	0.39%	8.64%
	LME 铜	美元/吨	14550	145	1.01%	16.77%
铝	SHFE 铝	元/吨	23470	-360	-1.51%	-0.74%
	LME 铝	美元/吨	3057	-113	-3.56%	1.19%
铅	SHFE 铅	元/吨	15980	-200	-1.24%	-8.13%
	LME 铅	美元/吨	1886	14	0.75%	-5.44%
锌	SHFE 锌	元/吨	25930	-505	-1.91%	8.86%
	LME 锌	美元/吨	3802	-14	-0.37%	21.57%
锡	SHFE 锡	元/吨	391410	-18190	-4.44%	17.06%
	LME 锡	美元/吨	53000	-1275	-2.35%	31.68%

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：1、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 10 月 9 日；2、上期截止日为 2026 年 9 月 30 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	5.87	2.00	51.62%	-59.58%
	LME 铜	万吨	23.30	-1.56	-6.28%	60.35%
	COMEX 铜	万吨	78.63	0.72	0.92%	57.32%
铝	SHFE 铝	万吨	26.64	-2.24	-7.75%	105.19%
	LME 铝	万吨	23.89	-0.15	-0.62%	-53.09%
	COMEX 铝	万吨	0.15	-0.02	-11.80%	-76.00%
铅	SHFE 铅	万吨	5.60	0.00	0.00%	99.92%
	LME 铅	万吨	34.71	-0.70	-1.99%	45.04%
锌	SHFE 锌	万吨	14.62	0.26	1.84%	109.43%
	LME 锌	万吨	12.69	0.31	2.51%	19.30%
锡	SHFE 锡	万吨	0.71	-0.01	-1.42%	-10.94%
	LME 锡	万吨	0.43	-0.02	-4.69%	-21.24%

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：1、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 10 月 9 日；2、上期截止日为 2026 年 10 月 2 日

仅供内部参考，请勿外传

（一）铝：电解铝权益资产迎定价重估

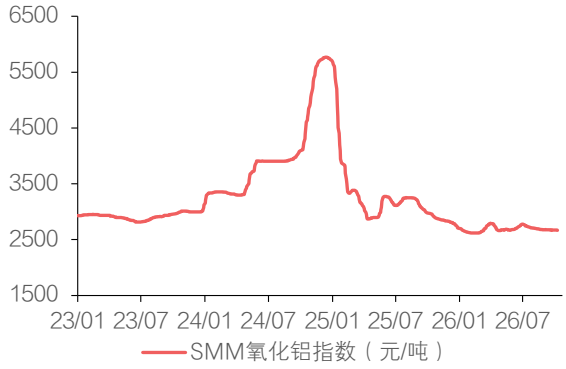
本期铝价环比 9 月 30 日下跌。供给端，国内方面电解铝开工率达到高位，同时随国内电解铝产能规范化持续推进，后续产能增量空间有限；海外新增产能陆续投产中，但整体进度偏慢；中东地区卡塔尔铝业截至 7 月仍未复产，巴林铝业目前以 160 万吨产能中的 130 万吨年产能生产，EGA 此前宣布 5 月开始修复电解槽，截至 8 月末已修复 1262 个电解槽中的 315 个，计划 2027 年一季度完成复产。需求端，下游进入需求旺季，铝加工开工率小幅回升。库存端，LME 库存持续下降，同时此前受铝材出口推动影响，国内铝锭去库加速，预计需求旺季库存去化趋势有望持续。利润端，随铝价反弹以及氧化铝价格回落，电解铝行业利润修复至 6100 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，国内库存同步延续去库趋势，全球铝元素库存降至低位，铝价短期预计将延续偏强震荡运行，按照当前铝价测算，权益端估值水平处于较低位置，低估值+高红利属性带来的防御价值凸显，权益端资产定价预计迎来重估。建议关注云铝股份、天山铝业、宏桥控股、神火股份、中国铝业等。

图3、本期 A00 铝锭平均含税价环比下降



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 9 月 30 日）

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（环比 2026 年 9 月 30 日）

图5、2026 年 10 月预焙阳极价格月环比上升



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

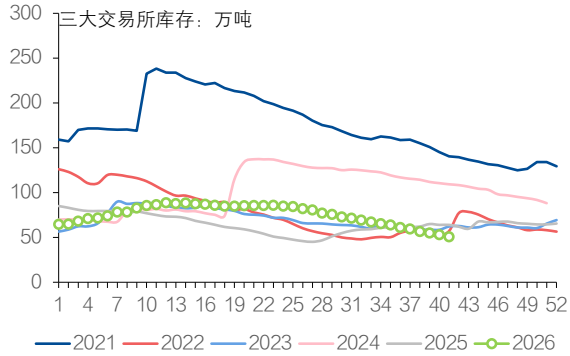
仅供内部参考，请勿外传

图6、本期 LME/ SHFE/COMEX 交易所铝库存环比下降



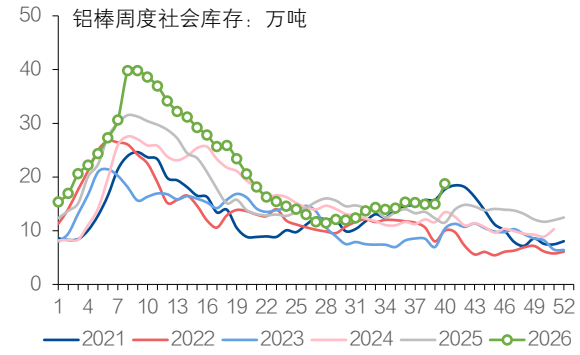
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 10 月 2 日）

图7、本期三大交易所电解铝库存累积环比下降



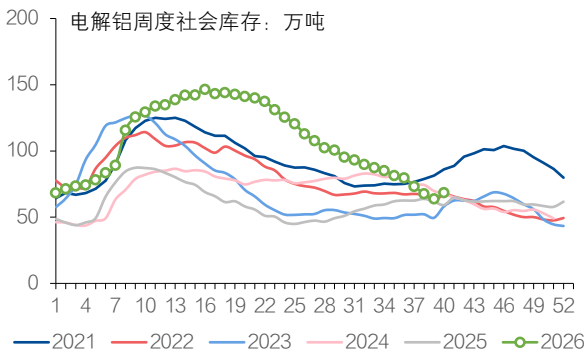
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 10 月 2 日）

图8、本期铝棒社会库存周环比上升



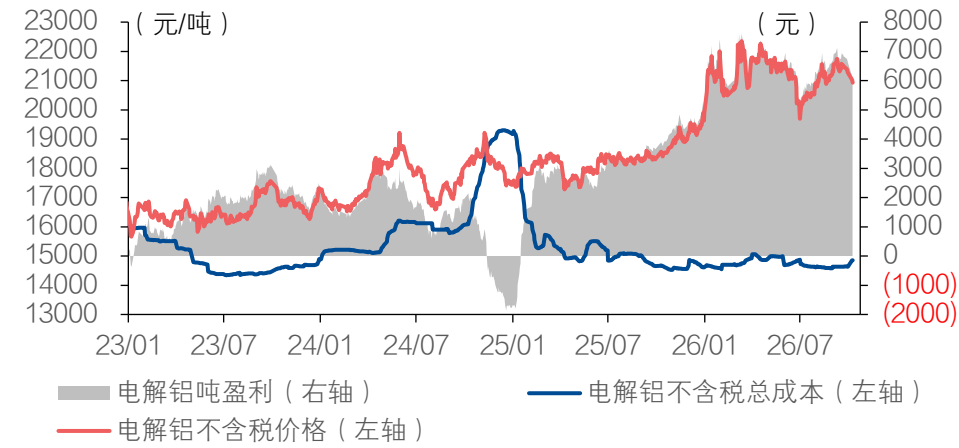
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 9 月 30 日）

图9、本期电解铝社会库存周环比上升



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 9 月 30 日）

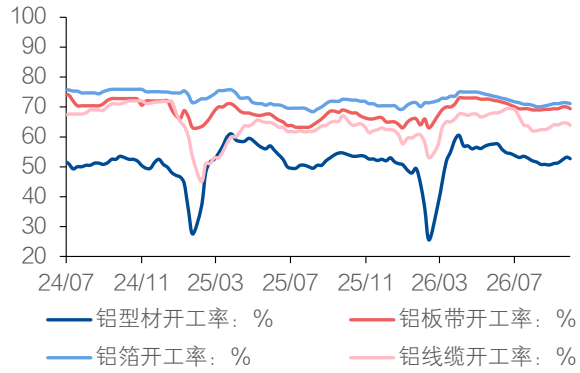
图10、本期电解铝吨盈利环比下降



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 9 月 30 日）

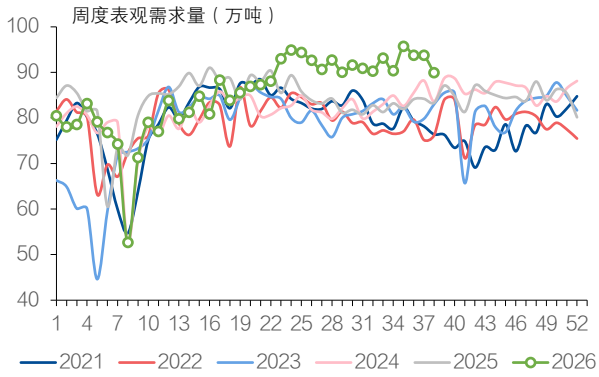
仅供内部参考，请勿外传

图11、上期铝下游龙头企业开工率环比下降



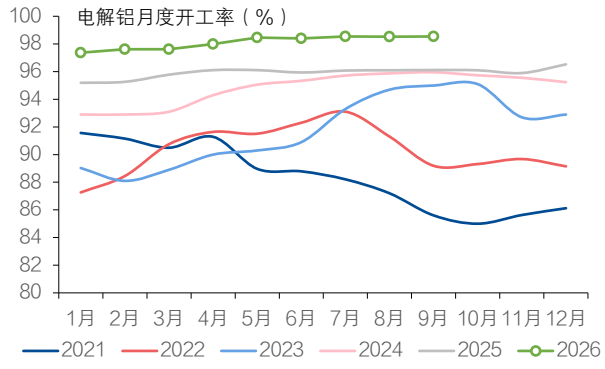
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、本期电解铝表观需求量环比下降



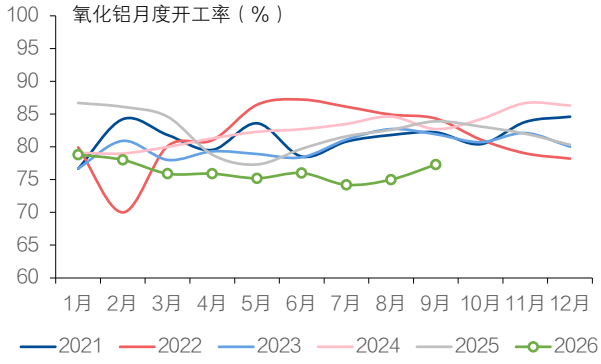
数据来源：SMM，百川盈孚，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 9 月 25 日）

图13、2026 年 9 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 9 月氧化铝开工率为 77.3%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）铜：Centinela 正式罢工，LME 库存继续下降

铜价本周继续上涨，海外矿山罢工风险与 LME 现货收紧提供支撑。本周电解铜现价升至 111465 元/吨，环比（9 月 30 日）涨幅 0.09%。库存结构分化明显：LME 库存下降 1.36 万吨至 23.13 万吨，环比（10 月 2 日）降幅 5.6%，COMEX 库存继续增加 0.72 万吨至 78.63 万吨；国内假期后 SHFE 库存则增加 2.00 万吨、环比（10 月 2 日）增幅 51.6%，电解铜社会库存环比（9 月 30 日）增加 29%。供给端本周 Centinela 正式进入罢工，同时 Escondida 调解仍未达成协议；但 Kamoa-Kakula Q3 产量环比明显恢复，对矿端形成一定增量对冲。整体看，本周价格仍由海外现货偏紧和供给风险支撑，节后国内需求能否快速消化假期累库，是下一阶段铜价能否继续上行的核心验证。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。

仅供内部参考，请勿外传

供给端，Centinela 已经从“罢工风险”进入实际罢工，Escondida 仍处调解窗口。据 SMM 消息，Antofagasta Minerals 旗下 Centinela 铜矿 Minera Esperanza 和 Distrito Centinela 两工会正式启动罢工，涉及 709 名工人，占矿山自有员工总数的约 22%，采矿和运输受到影响，但选矿厂短期仍可依靠库存矿运行，Centinela 方面表示，尽管罢工造成部分运营影响，当前全年产量预测暂未调整，公司仍将继续与工会协商。Antofagasta 目前最新的 2026 年集团铜产量指引为 62.5 万—65.5 万吨。智利 8 月铜产量已降至 36.95 万吨，同比下降 12.8%，为 2011 年 2 月以来最低。Escondida 目前仍处强制调解阶段、尚未停产，但若谈判失败并进入全面罢工。与此同时，Kamoa-Kakula Q3 可销售铜产品产量升至 7.64 万吨，环比增长 18.8%，对矿端形成部分增量对冲；本周 SMM 未发布新的 TC 指数，但是铜精矿现货仍维持紧张。

需求端，节后成品库存偏低，企业预计下周明显复产。本周精铜杆开工率降至 43.68%，周环比（9 月 30 日）下降 21.07 个百分点。国庆假期，大量铜加工企业停产，因此与正常工作周不可直接比较。SMM 预计，下周精铜杆开工率将环比回升 27.11 个百分点，原因是企业节后复产，同时假期期间下游仍有提货，使部分铜杆企业成品库存处于低位，需要重新补充库存。

库存端，国内假期累库明显，但 LME 继续快速去库、保税库存同步下降。本周三大交易所库存合计增加 1.53 万吨至 107.81 万吨、周环比（10 月 2 日）增幅 1.3%，其中 COMEX 库存增加 0.72 万吨至 78.63 万吨，继续处于历史高位；LME 库存减少 1.36 万吨至 23.13 万吨、降幅 5.6%（10 月 2 日），海外可流通资源进一步下降；SHFE 库存增加 2.00 万吨至 5.87 万吨、增幅 51.6%（10 月 2 日），主要反映假期冶炼厂正常到货、下游停工形成的季节性累库。国内电解铜社会库存增加 2.27 万吨至 10.10 万吨，但保税库存反而下降 0.33 万吨至 2.36 万吨，社会+保税合计增加 1.94 万吨至 12.46 万吨。

结构端，LME 现货结构重新走强而 CL 价差反而收窄。本周 CL 价差降至 104 美元/吨，周环比（10 月 2 日）下降 27 美元/吨、收窄 20.4%，与此同时 COMEX 库存继续增加、LME 库存继续下降，伦铜自身偏紧推动 CL 重新收窄。本周美国 232 精炼铜关税没有新的正式决策，因此关税交易暂时没有进入新的政策阶段，只要 COMEX 库存维持高位而 LME 继续去库，全球铜的核心矛盾仍然是区域错配，而非绝对库存总量不足。

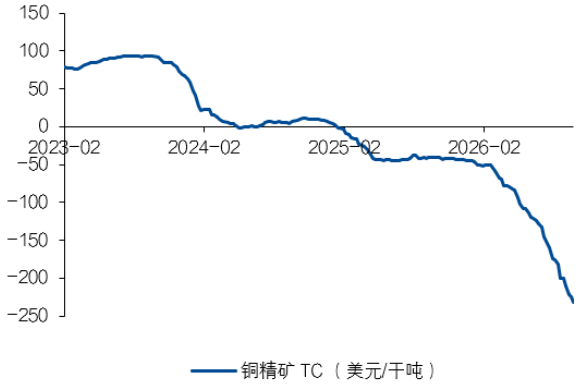
仅供内部参考，请勿外传

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



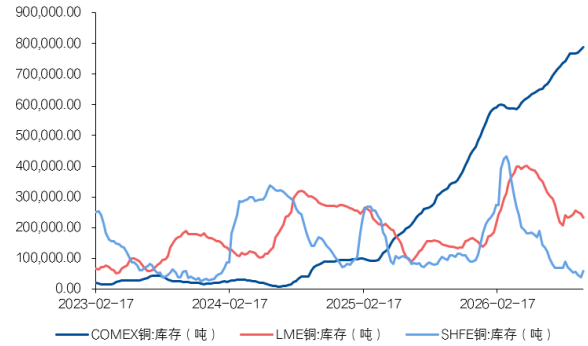
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、本期电解铜 CL 价差环比变化



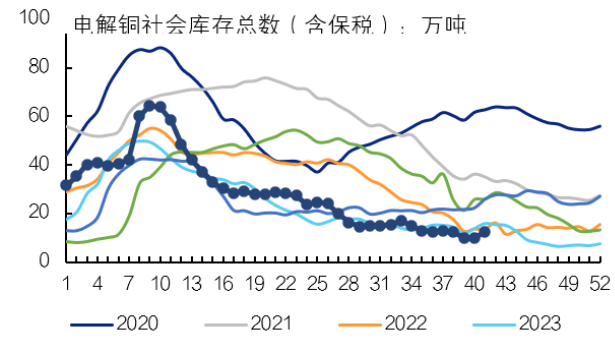
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

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

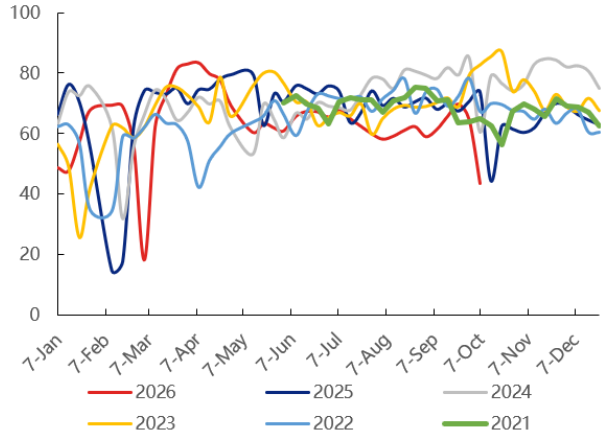
图19、本期国内电解铜社会库存周度库存变化（万吨）



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

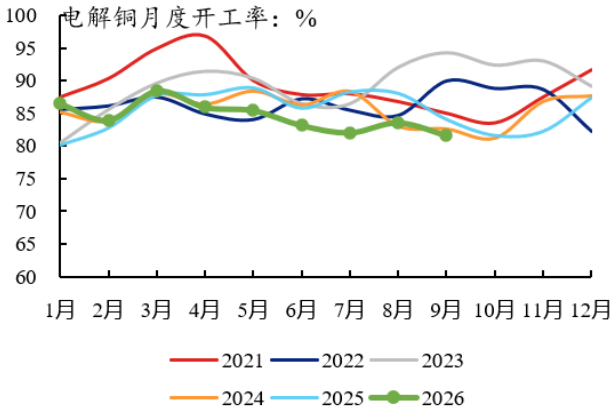
仅供内部参考，请勿外传

图20、本期电解铜制杆开工率变化 （%）



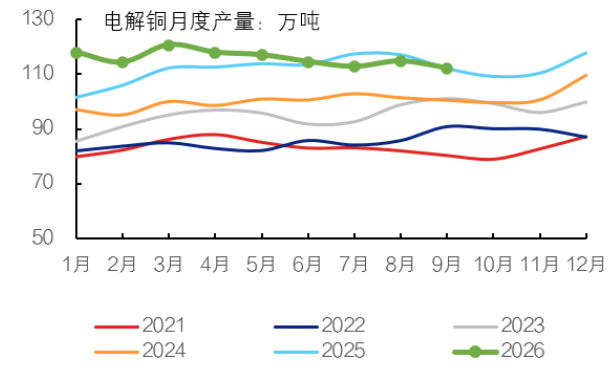
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、2026 年 9 月电解铜月度开工率变化（%）



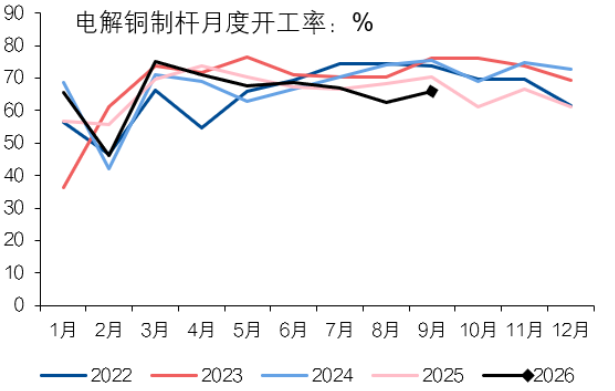
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、2026 年 9 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 9 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 9 月 30 日下降。基本面来看，供给端，锡矿供应格局延续偏紧。其中缅甸方面，8 月我国自缅甸进口锡精矿折金属量约 1500 吨，环比有所恢复，主要由于雨季有所缓解叠加部分矿洞积水已经运输情况有所改善，但雨季以及矿洞抽水问题仍对复产有所影响，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，8 月精炼锡出口量为 4804 吨，环比有所增长，9 月印尼交易所出口量为 3835 吨，环比 8 月小幅减少。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。

仅供内部参考，请勿外传

图24、本期锡锭价格环比下降



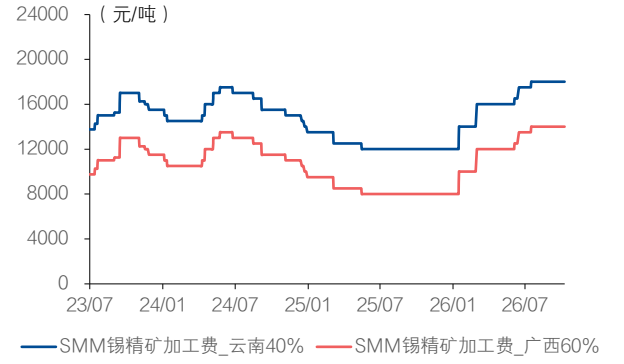
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 9 月 30 日）

图25、本期锡锭社会库存环比上升



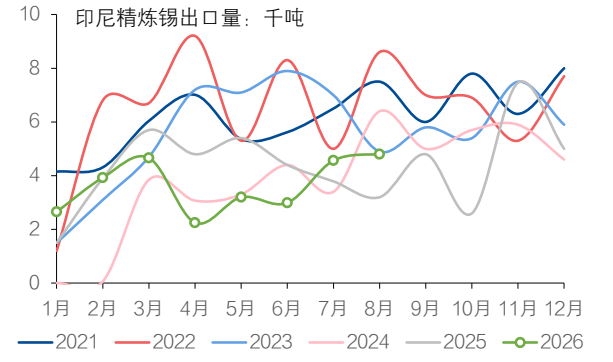
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 9 月 30 日）

图26、本期锡精矿加工费环比持平



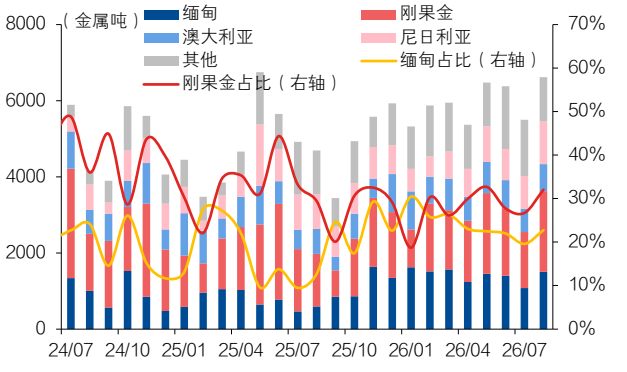
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 9 月 30 日）

图27、2026 年 8 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 8 月锡矿进口量环比上升



数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

三、金银：10 月暂停加息预期强化，长端实际利率冲高后回落

仅供内部参考，请勿外传

黄金本周先跌后涨，周中长端美债收益率与美元同步走强推动金价下跌，但 10 月加息预期进一步下降、实际利率随后回落，黄金上涨。10 月加息已经基本退出市场基准情景，但 12 月加息仍被高度定价；下一阶段要看 CPI 能否同时压低通胀预期和实际利率，如果两者共振向下，10Y 名义利率会加速回落，黄金或许才会切换为趋势上涨。往后展望，我们认为在美伊冲突不进一步扩大的情况下，黄金价格有望震荡上行，下半年，央行购金稳定中期需求，期待加息预期演绎及利率出现拐点，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/通胀，美国就业存量仍然偏紧、消费者通胀预期继续上行。截至 10 月 8 日当周，美国初请失业金人数下降至 19.7 万人，连续第四周处在近 57 年低位，企业裁员意愿仍低。另一方面，纽约联储本周公布的 9 月调查显示，一年期通胀预期升至 3.9%、为 2023 年 5 月以来最高；10 月密歇根消费者调查中，一年期通胀预期进一步由 4.6%升至 4.7%，长期通胀预期由 3.4%升至 3.5%。消费者信心指数降至 46.3，低于市场预期。

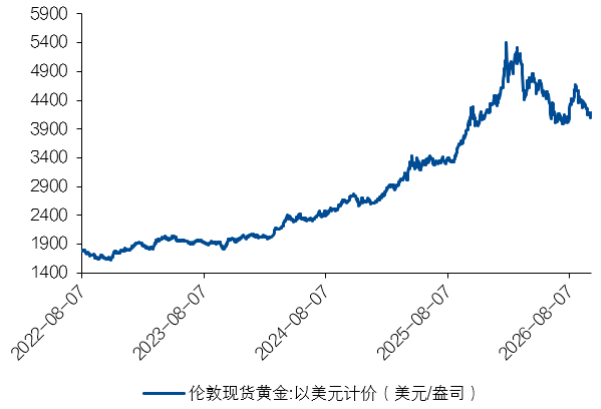
利率预期，10 月加息概率继续下降，但 12 月加息预期基本没有松动。截至 10 月 11 日，美联储 10 月加息的概率在 82.3%，12 月再加息概率在 81.3%。因此近端政策路径确实继续转鸽，但终点利率并没有明显下修，短端加息概率继续下降已经无法单独推动黄金突破，必须等待长端实际利率进一步回落。

美联储政策，9 月 FOMC 纪要确认年内大概率还需要再加一次，但委员会已经没有连续加息的共识，10 月暂停的政策基础进一步增强。美联储公布了 9 月 15 日至 16 日召开的联邦公开市场委员会（FOMC）货币政策会议纪要，这份文件明确释放出收紧信号：多数官员认为，在今年年底前至少再加息一次，核心原因是当前美国通胀水平距离美联储 2%的政策目标仍大幅偏高，且近几个月来降通胀进展不足。10 月 8 日 Waller 进一步表示，后续仍可能需要加息，但没有必要连续每次会议加息，为 10 月暂停、12 月重新评估数据留下空间。政策端当前仍然偏鹰，但紧缩节奏较 9 月明显放缓。

需求结构，中国央行 9 月购金再次明显加速。国家外汇管理局 10 月 7 日公布数据显示，中国黄金储备由 8 月末 7673 万盎司升至 9 月末 7747 万盎司，单月增加 74 万盎司，折合约 23.0 吨，连续第 23 个月增持。世界黄金协会 10 月 6 日公布的数据则显示，全球央行 8 月净购金 39 吨，2026 年前 8 个月累计报告净购金 170 吨，央行持续配置对价格中枢的支撑依然明显。

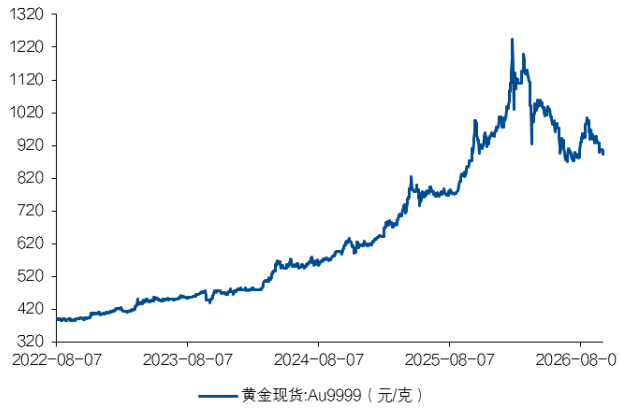
仅供内部参考，请勿外传

图29、本期伦敦现货黄金变化



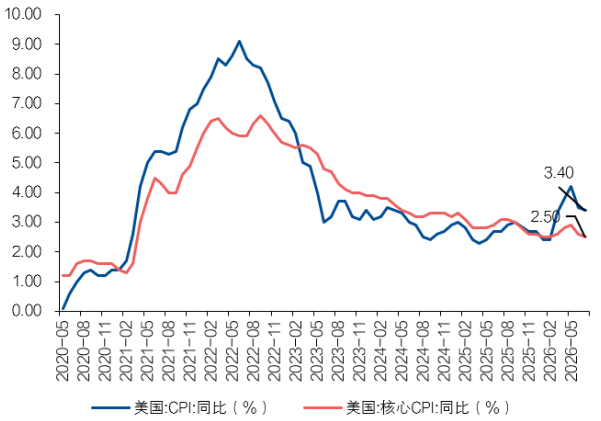
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、本期上海现货黄金变化



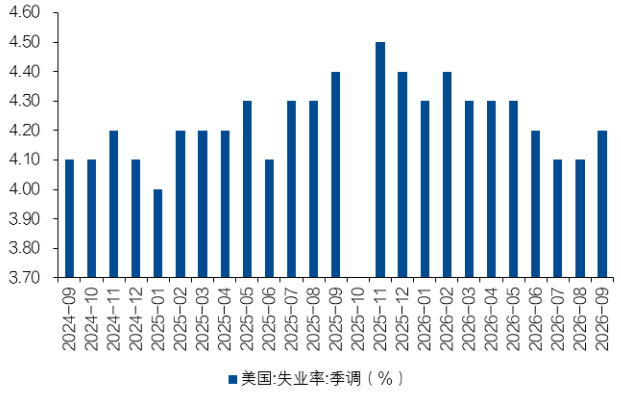
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

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



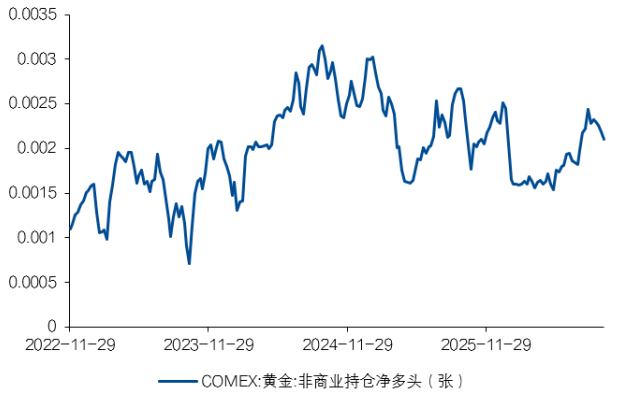
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

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

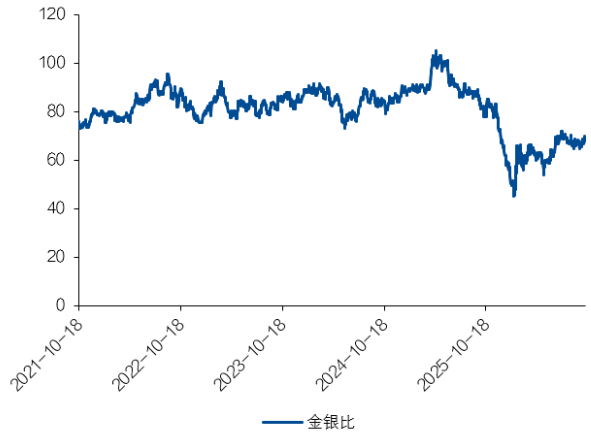
图34、本期 COMEX 黄金非商业持仓净多头变化



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

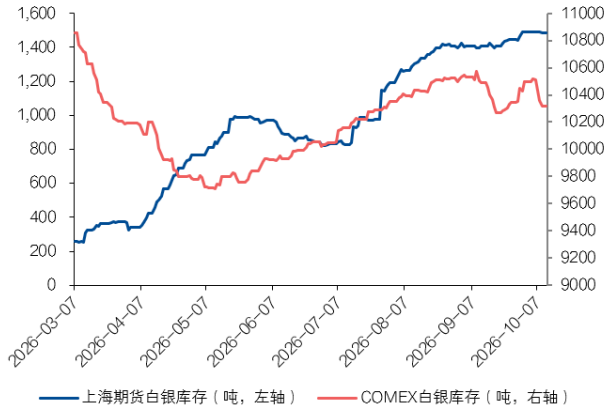
仅供内部参考，请勿外传

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



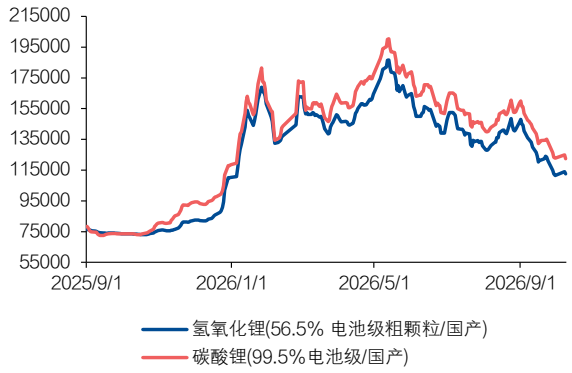
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

四、能源金属及稀土基本面跟踪

（一）锂：锂价震荡下滑

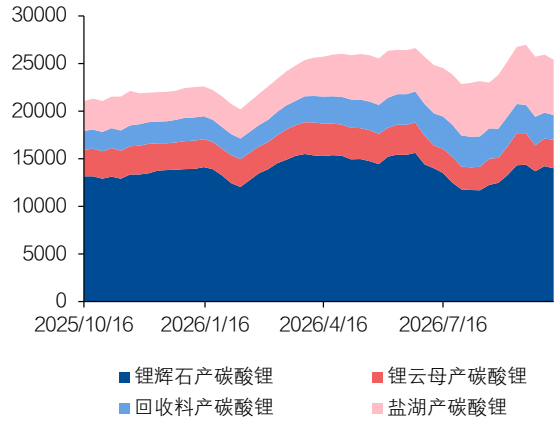
根据 SMM 和钢联数据，本期电池级碳酸锂价格为 11.89 万元/吨，周度环比下跌 0.38%。供给端，本期国内电碳产量 2.54 万吨，环比下降 523 吨；需求端，预计 2026 年 10 月下游需求环比增长，当前钢联统计国内碳酸锂库存为 11.36 万吨，环比下降 3850 吨，国内锂盐市场当前处于供需两旺状态，但近期锂价受到远期碳酸锂供需预期过剩等因素影响，显著下跌。展望后市，当前现货成交已逐步改善，10 月旺季需求预计环比显著增长，锂价预计持续震荡。长期来看，受益于国内外储能需求持续增长以及资源端供给波动，预计碳酸锂供需总体将偏紧，碳酸锂价格中枢仍有望维持在较高水平。建议关注中矿资源和赣锋锂业等。

图37、本期电碳价格环比下跌 0.38%（元/吨）



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 9 月 30 日）

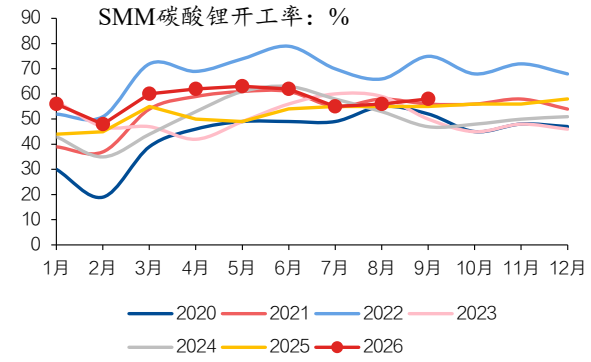
图38、本期国内碳酸锂产量环比下降 523 吨（吨）



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 10 月 1 日）

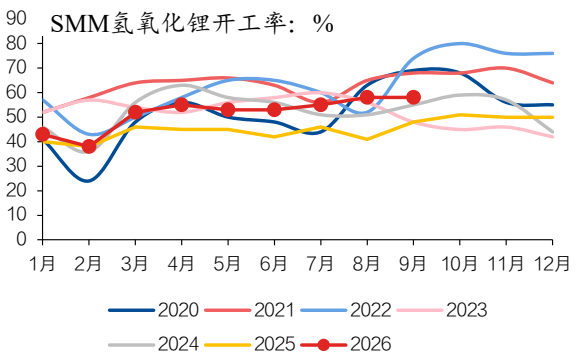
仅供内部参考，请勿外传

图39、2026 年 9 月碳酸锂开工率环比提高 2pct



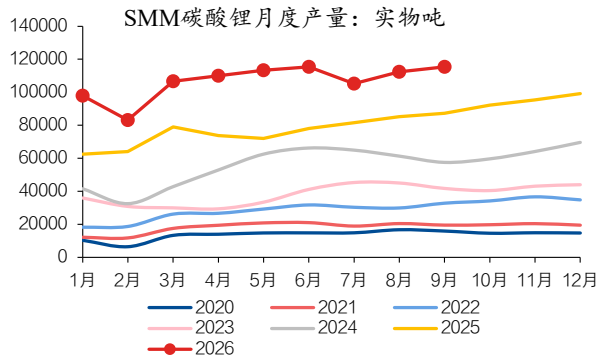
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、2026 年 9 月氢氧化锂开工率环比持平



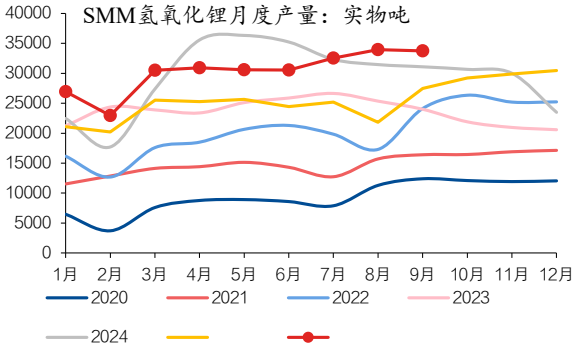
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、2026 年 9 月碳酸锂产量环比增长 2.77%



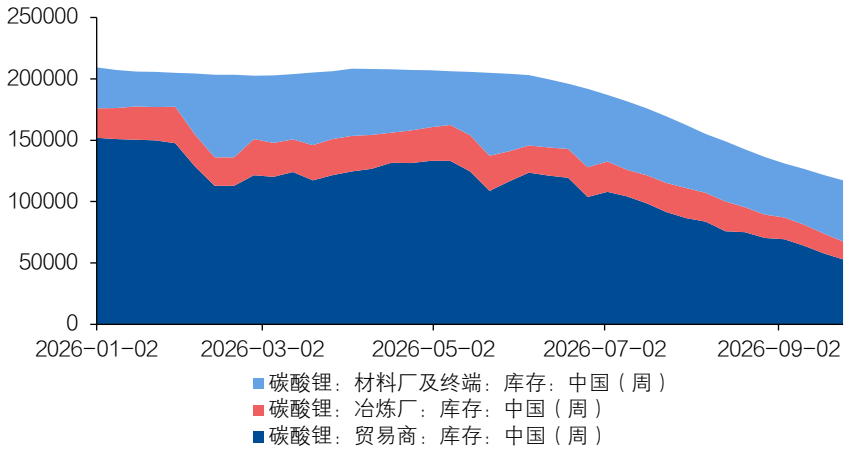
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、2026 年 9 月氢氧化锂产量环比下降 0.59%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

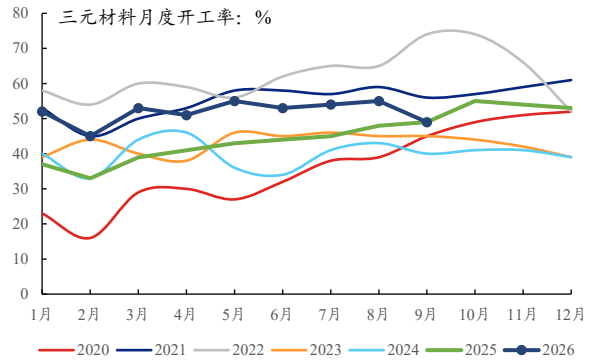
图43、本期国内碳酸锂总体库存环比下降 3850 吨（吨）



数据来源：钢联，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 9 月 25 日）

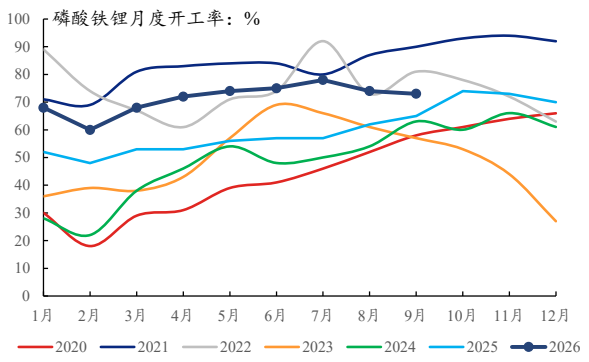
仅供内部参考，请勿外传

图44、2026 年 9 月三元材料开工率环比下降 6pct



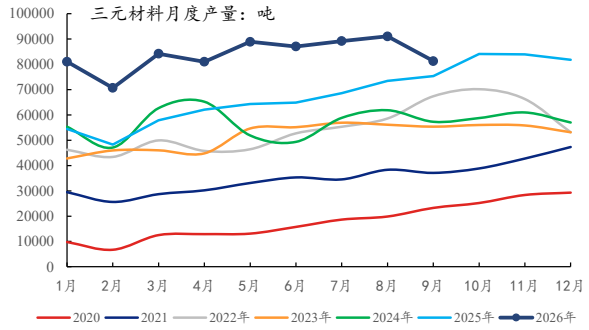
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、2026 年 9 月磷酸铁锂开工率环比下降 1pct



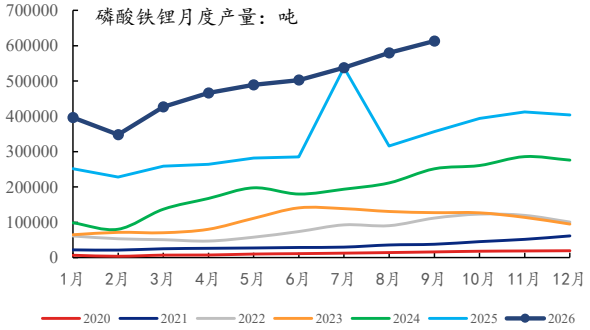
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、2026 年 9 月三元材料产量环比下降 10.7%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、2026 年 9 月磷酸铁锂产量环比增长 5.76%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

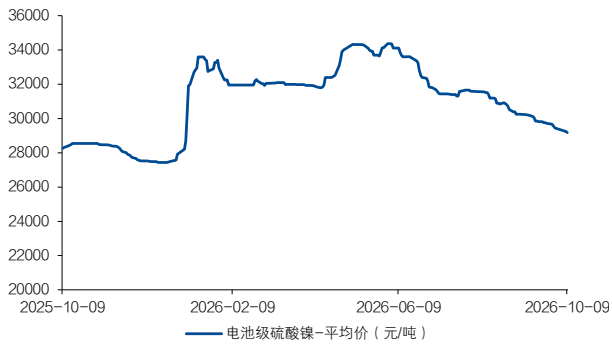
（二）钴镍：镍价震荡下滑

图48、本期电解镍价格环比下降 1.47%（元/吨）



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 9 月 30 日）

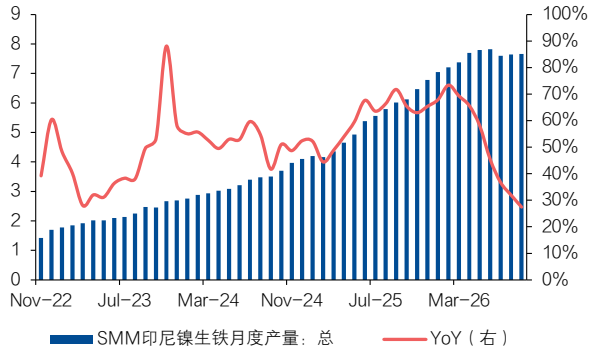
图49、本期电池级硫酸镍价格环比下跌 0.93%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 9 月 30 日）

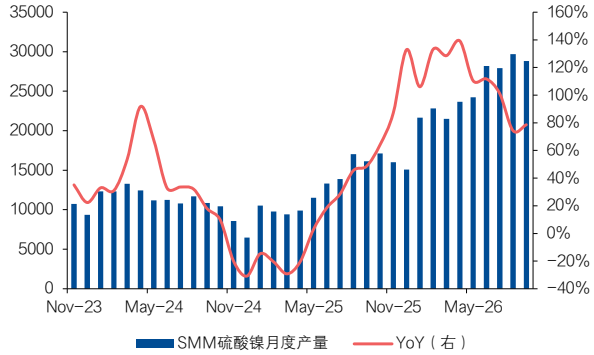
仅供内部参考，请勿外传

图50、2026 年 9 月印尼镍生铁月度产量环比增长 0.26%（单位：金属吨）



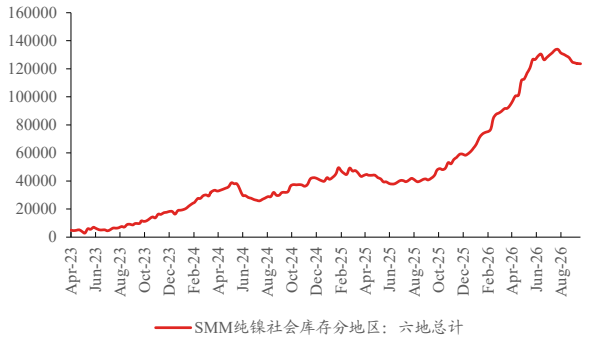
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图51、2026 年 9 月中国硫酸镍月度产量环比下降 2.93%（单位：金属吨）



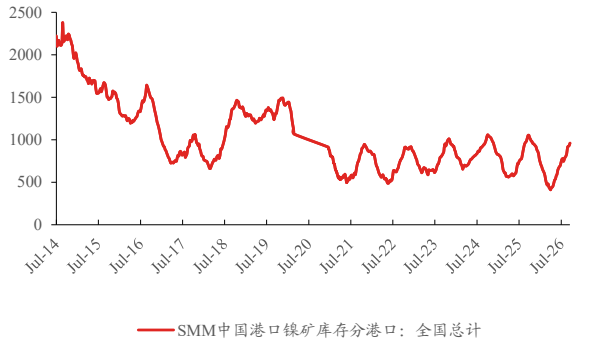
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、本期国内六地纯镍社会库存环比下降 0.20%（单位：吨）



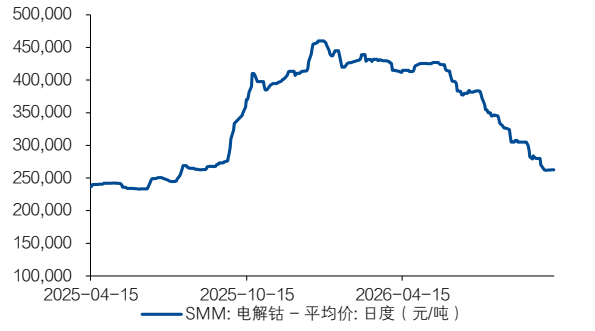
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 9 月 30 日）

图53、本期中国港口镍矿分港口库存环比增长 3.23%（单位：万湿吨）



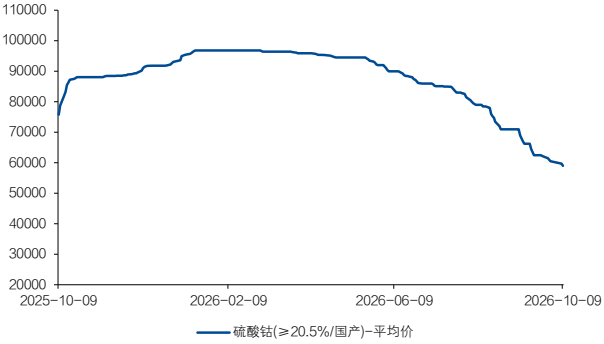
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 10 月 2 日）

图54、本期国内电解钴价格环比上涨 0.19%（单位：元/吨）



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 9 月 30 日）

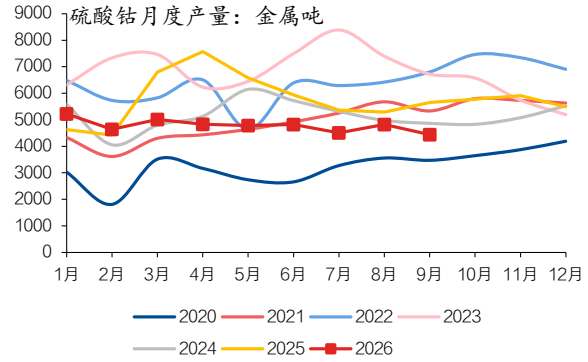
图55、本期国内硫酸钴价格环比下跌 2.48%（单位：元/吨）



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比 2026 年 9 月 30 日）

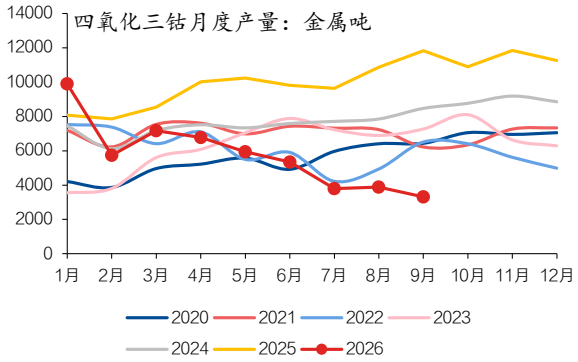
仅供内部参考，请勿外传

图56、2026 年 9 月硫酸钴月度产量环比下降 7.86%（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 9 月四氧化三钴月度产量环比下降 14.43%（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：本期轻稀土价格偏强运行，稀土战略资源价值重估

本周轻稀土价格整体维稳运行，氧化镨钕价格由上期的 73.80 万元/吨上调至 73.95 万元/吨，涨幅约 0.20%；镨钕金属涨至 89.75 万元/吨，轻稀土价格整体偏强运行。氧化镝价格由上期的 143.5 万元/吨跌至 143.0 万元/吨，跌幅约 0.35%，氧化铽价格由上期的 657.5 万元/吨下调至 647.5 万元/吨，跌幅约 1.52%。本周稀土价格整体表现分化，镨钕系价格坚挺稳中有升，中重稀土普遍偏弱。市场上游挺价意愿较强，下游采购以刚需小单为主，成交未见明显放量。2026 年 10 月 10 日北方稀土发布 2026Q4 稀土精矿交易价格，定价为不含税 38769 元/吨（干量，REO=50%），REO 每增减 1%、不含税价格增减 775.38 元/吨，较 2026Q3 **的 38,565 元/吨，上涨 204 元/吨，环比约上涨** 0.53%，原材料价格仍维持高位，支撑稀土价格。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**。

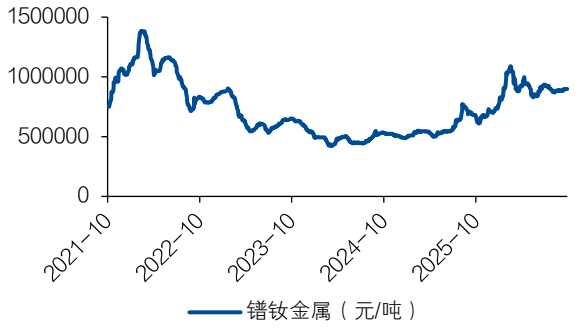
仅供内部参考，请勿外传

图58、本期氧化镨钕价格变动幅度为+0.2%



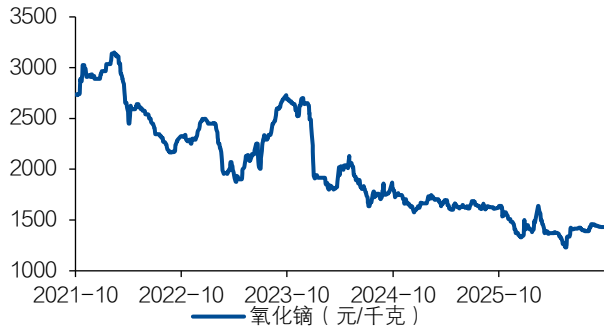
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理（环比2026年9月24日）

图59、本期金属镨钕价格变动幅度为+0.11%



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理（环比2026年9月24日）

图60、本期氧化镝价格变动幅度为-0.35%



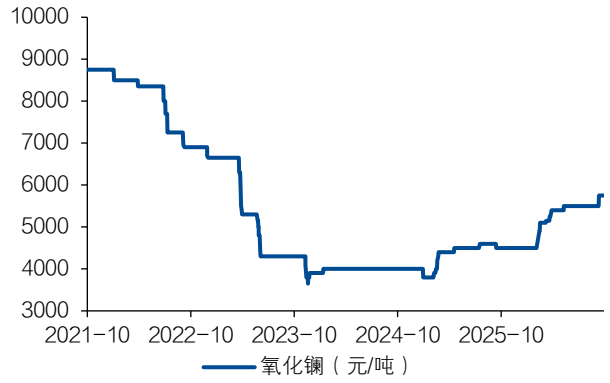
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理（环比2026年9月24日）

图61、本期氧化钬价格变动幅度为-1.52%



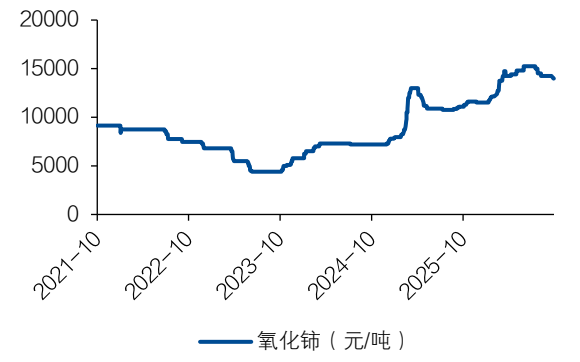
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理（环比2026年9月24日）

图62、本期氧化镧价格保持不变



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理（环比2026年9月24日）

图63、本期氧化铈价格变动幅度为-1.75%



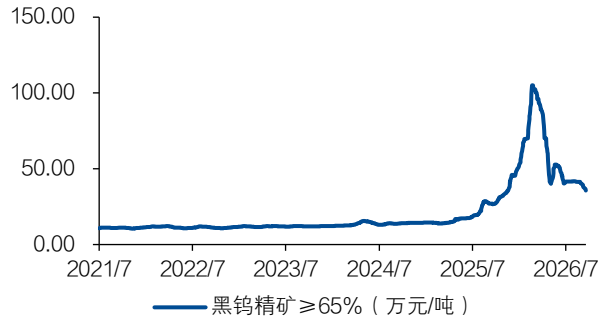
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理（环比2026年9月24日）

（四）钨：本期钨价整体呈弱稳态势

仅供内部参考，请勿外传

本周国内钨价整体呈现承压偏弱态势。本周国内钨价仍旧处在弱势调整阶段，需求消化相对缓慢，现货成交持续清淡。建议关注**中钨高新、厦门钨业、佳鑫国际资源**等。

图64、本期黑钨精矿价格变动幅度为-10.41%



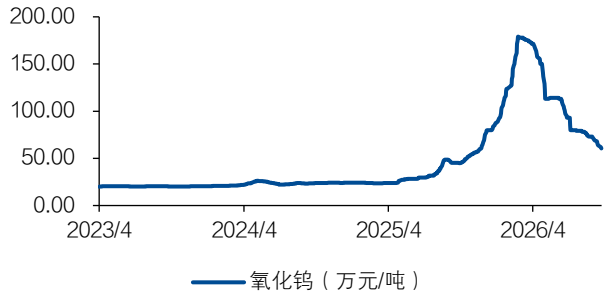
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比2026年9月24日）

图65、本期仲钨酸铵价格变动幅度为-7.89%



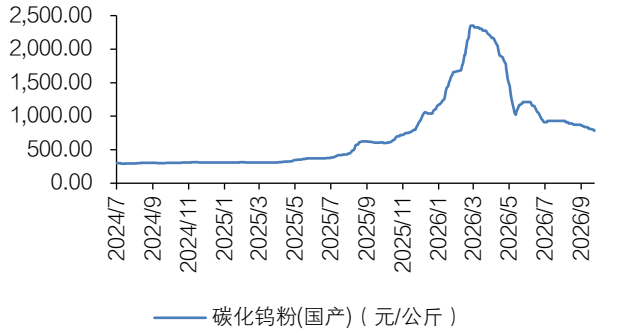
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比2026年9月24日）

图66、本期氧化钨价格变动幅度为-11.68%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比2026年9月24日）

图67、本期碳化钨价格变动幅度为-7.14%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比2026年9月24日）

（五）钼：本期钼价偏弱运行，关注厄尔尼诺对供给端的影响

根据 SMM 数据，本周国内钼市整体维持横盘运行，受中秋假期刚结束的影响，贸易商进场操作情绪较低，故使产品价格在窄幅区间波动，实际交易量有限。从供应端上看，受国庆小长假、环保政策趋严、矿山品位下降以及能源价格高企等因素影响，部分钼矿山企业产量缩减；叠加海外钼价处于相对高位、地缘风险较大，国内钼制品进口受到抑制，进一步收紧钼原料供给。从需求端上看，短期市场需求偏弱，主要归因于部分下游用户尚未正常采购节奏。但从长期来看，钼下游产业发展向好，有望拉动钼产品需求增长。建议关注**金钼股份、盛龙股份**。

仅供内部参考，请勿外传

图68、本期钼精矿（50%）价格变动幅度为-0.54%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比2026年9月24日）

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（环比2026年9月24日）

图70、本期钼铁（60%）价格变动幅度为-0.58%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比2026年9月24日）

图71、本期四钼酸铵价格变动幅度为-0.91%



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理（环比2026年9月24日）

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。

仅供内部参考，请勿外传

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