



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

有色金属行业2026年投资策略

资源大周期，把握金属全面牛市

西南证券研究院

金属研究团队

2026年1月

核心观点

➤ **回顾2025：国内方面：**经济数据有筑底迹象，CPI、PPI均处在偏底部位置，地产新开工和竣工增速环比逐步好转，新旧动能转换，低端制造及地产的拖累逐步见底，新经济的动能逐渐显现。**海外方面：**美联储降息预期反复，叠加贸易战影响，全球经济格局和贸易流面临重塑，逆全球化对经济的影响愈发明显。**资源板块：**2025年，黄金板块表现亮眼，铜受贸易战带来的库存移动和地区升贴水变化，表现强势。铝价维持高位，成本塌陷带来利润扩张。**加工板块：**25年贸易战带来的抢转口效应，加工板块业绩普遍预期较好，提前出口带来的支撑仍在，单位加工利润整体维持在偏低位置，等待进一步的驱动。

➤ **展望2026年：**我们建议把握四条主线：①**分母端扩张：金银：**黄金中长期看多方向较一致，主要把握交易节奏，主要关注联储降息预期和贸易战边际变化，看多黄金和黄金股。金银比价较高，带来白银上涨动能较大，白银标的也应重点关注。②**分子端改善：铝铜锡：**25年氧化铝下跌带来电解铝单位盈利明显改善，吨铝盈利或将继续维持较高位置，但是也应警惕短期需求走弱带来的价格回落，铜铝都是如此。③**稀土等关键优势矿产：**主要的优势关键矿产在中美博弈中带来机会值得重视，以六大战略金属为主，稀土、锑、钨板块或有更好表现。④**反内卷带来供给侧的扰动机会：**反内卷从光伏开始，过剩产能供给端有压缩预期，碳酸锂板块周期反转。

➤ **主线一：分母端扩张：金银铜**

贵金属黄金和白银。相关标的：持续增储扩产，资源优势突出标的**山东黄金（600547.SH）**，海域金矿投产在即，紫金赋能效率提升的**招金矿业（01818.HK）**。

工业金属铜。相关标的：巨龙铜矿量增且持续贡献利润，钾和锂产能弹性大，紫金背书的**藏格矿业（000408.SZ）**；铜开发和矿山服务稳扎稳打的**金诚信（603979.SH）**；铜板块业绩弹性突出标的**洛阳钼业（603993.SH）**；多元布局铜、金、锂矿资源的龙头企业**紫金矿业（601899.SH）**。

核心观点

➤ 主线二：分子端改善：铝锡钨锑

铝、锡、钨锑板块。相关标的：电解铝成本大幅下降和股权激励及未来高股息带来高弹性的中孚实业（600595.SH）；一体化优势明显的天山铝业（002532.SZ）；白银产能远期弹性巨大和锡产能大幅放量的成长性标的兴业银锡（000426.SZ）；受益钨价上涨和钨矿远期注入预期的中钨高新（000657.SZ）；双碳背景下，再生铝远期竞争优势凸显的明泰铝业（601677.SH），受益锡锑涨价和资产注入有预期差的华锡有色（600301.SH）。

➤ 主线三：稀土等关键优势矿产

稀土磁材和先进金属材料。相关标的：重稀土冶炼分离优势明显，受益中国稀土整合的广晟有色（600259.SH）；海内外稀土价差较大，有望受益涨价带来弹性的北方稀土（600111.SH）和中国稀土（000831.SZ）。羰基铁粉降本空间较大，高频化打开需求场景的悦安新材（688786.SH）；AI驱动，新材料大有可为的云南锗业（002428.SZ）、天通股份（600330.SH），PM技术实力雄厚，积极布局光储SMC材料的东睦股份（600114.SH）。

➤ 主线四：反内卷带来供给侧的扰动+储能需求爆发机会

能源金属相关标的。相关标的：资源禀赋较好的天齐锂业（002466.SZ）；一体化布局的赣锋锂业（002460.SZ）；资源自给率提升弹性较大，积极布局铜资源的中矿资源（002738.SZ）、雅化集团（002497.SZ）；镍板块有以量换价、一体化优势凸显的华友钴业（603799.SH）。

➤ 风险提示：经济复苏不达预期风险，行业产能投放过快风险，金属价格大幅下跌风险。

目录

◆ 1 回顾：资源股铜金铝锡涨幅明显，加工板块估值低位

◆ 2 分母端铜金银：美元信用下滑背景下持续看多铜金银

◆ 3 分子端铝锡钨：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视

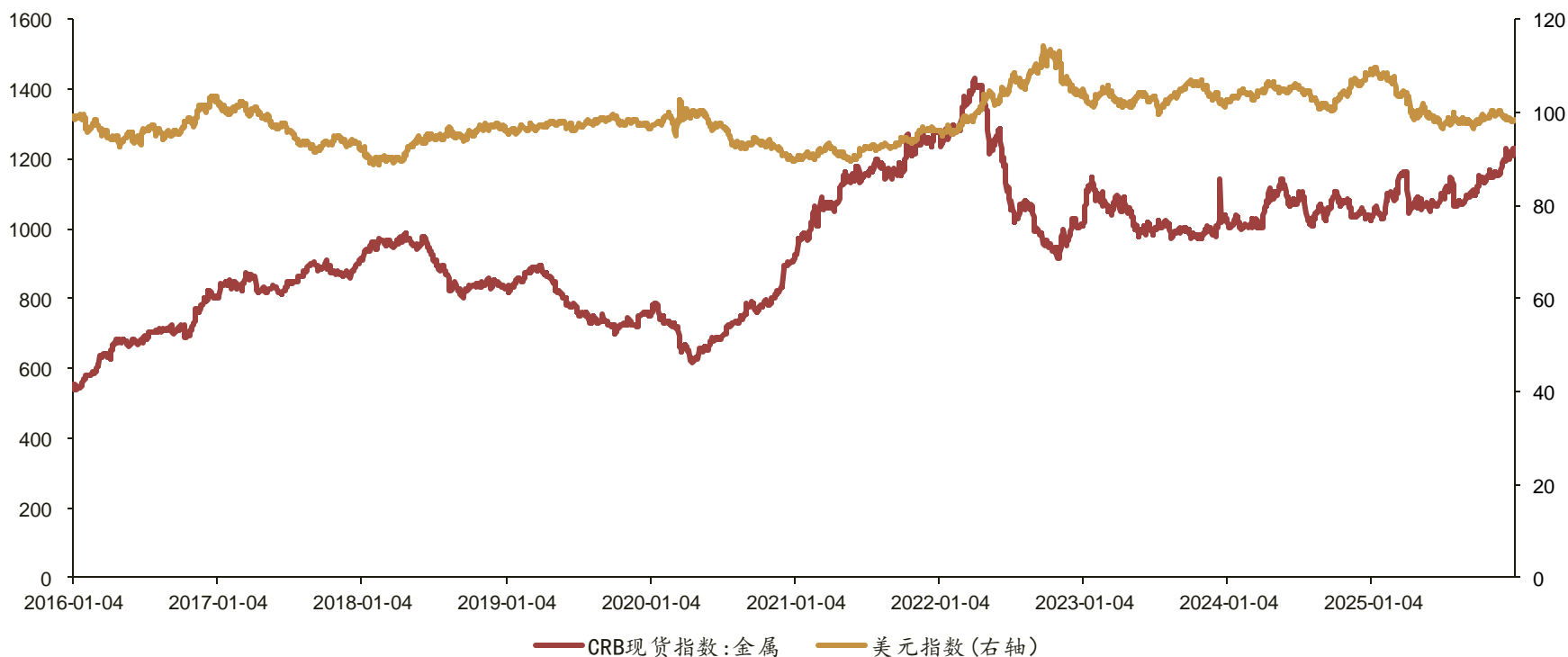
◆ 4 新能源相关：反内卷初见成效，关注趋势机会

◆ 5 风险提示

1.1 金属价格震荡上行

截至2025年12月31日，CRB金属现货指数年初至今上升19.66%。

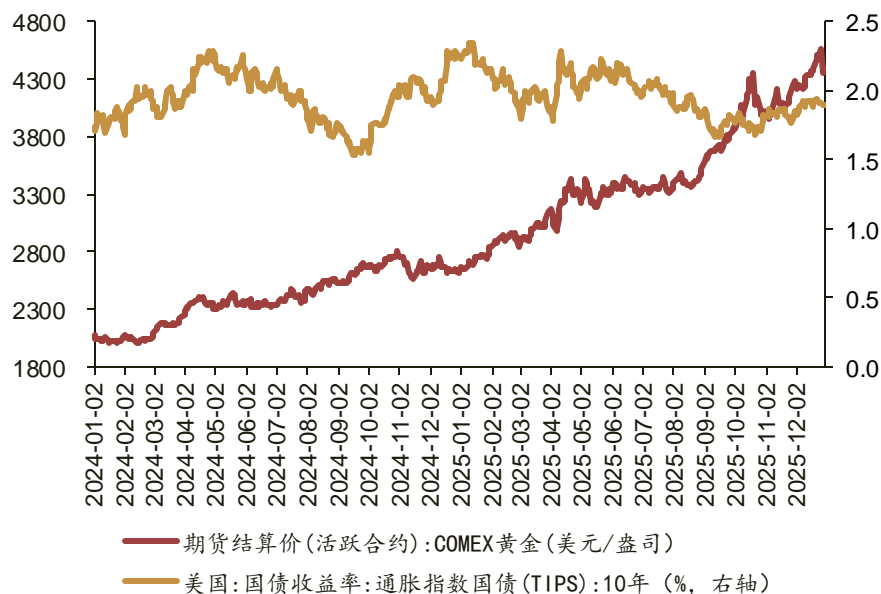
2025年初至12月31日CRB金属现货指数上升19.66%



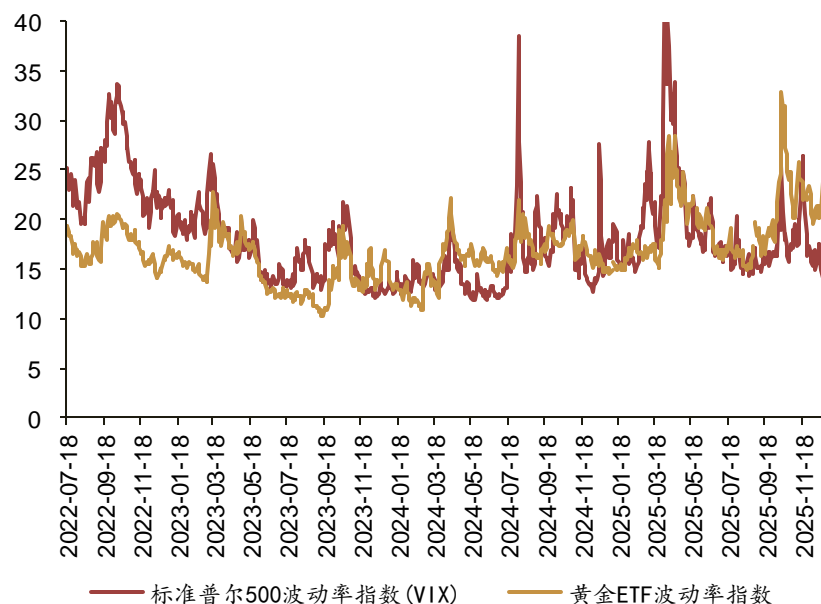
1.1.1 贵金属：美联储进入降息周期，金价涨幅明显

截至2025年12月31日，美国黄金ETF波动率指数为24.83，较年初上涨64.76%。美联储利率下降至3.50-3.75%。美国通胀指数国债（tips）震荡上行，市场普遍认为美国进入降息周期。今年黄金价格震荡上行，截至2025年12月31日，COMEX黄金结算价较年初增幅64.34%。

COMEX黄金期货结算价高位震荡

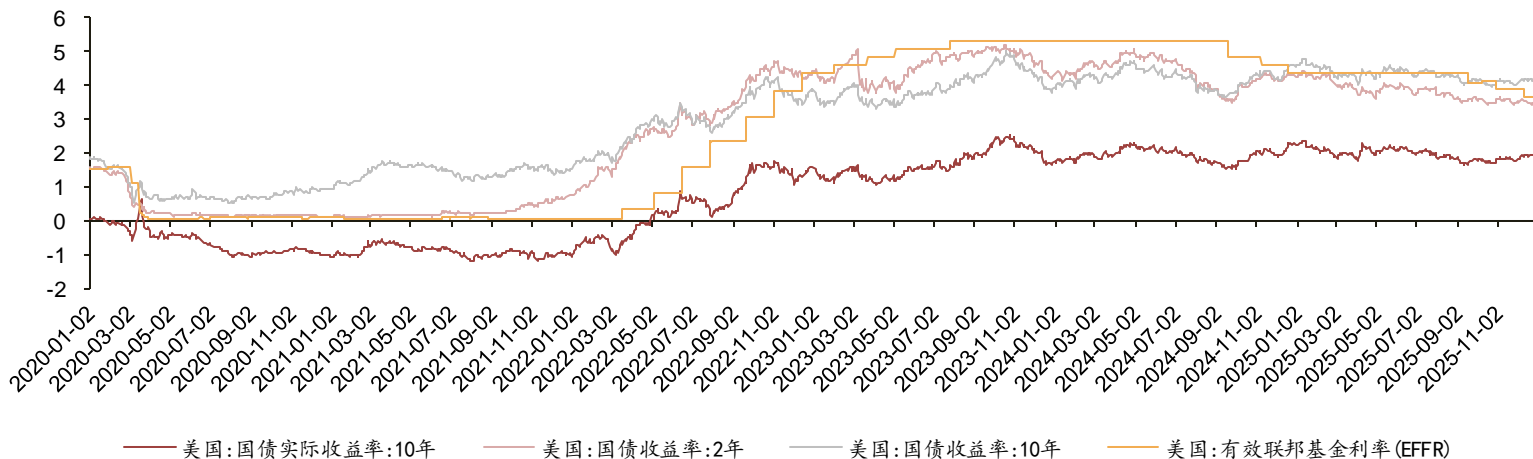


贵金属ETF波动率指数震荡上行

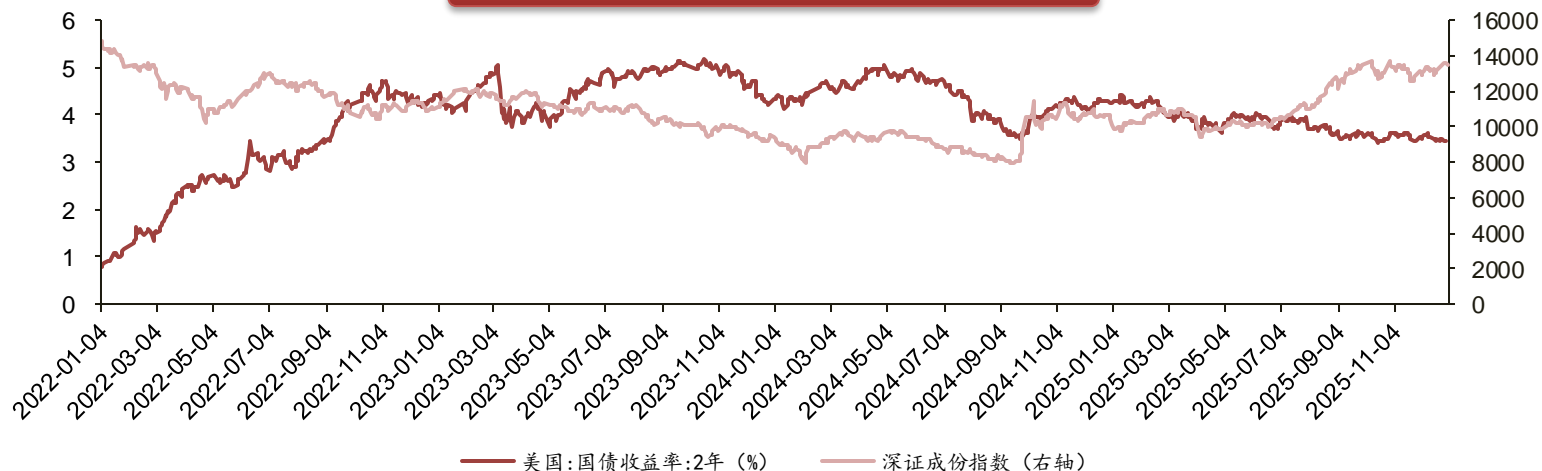


1.1.1 贵金属：美联储进入降息周期，金价涨幅明显

美国国债收益率 (%)

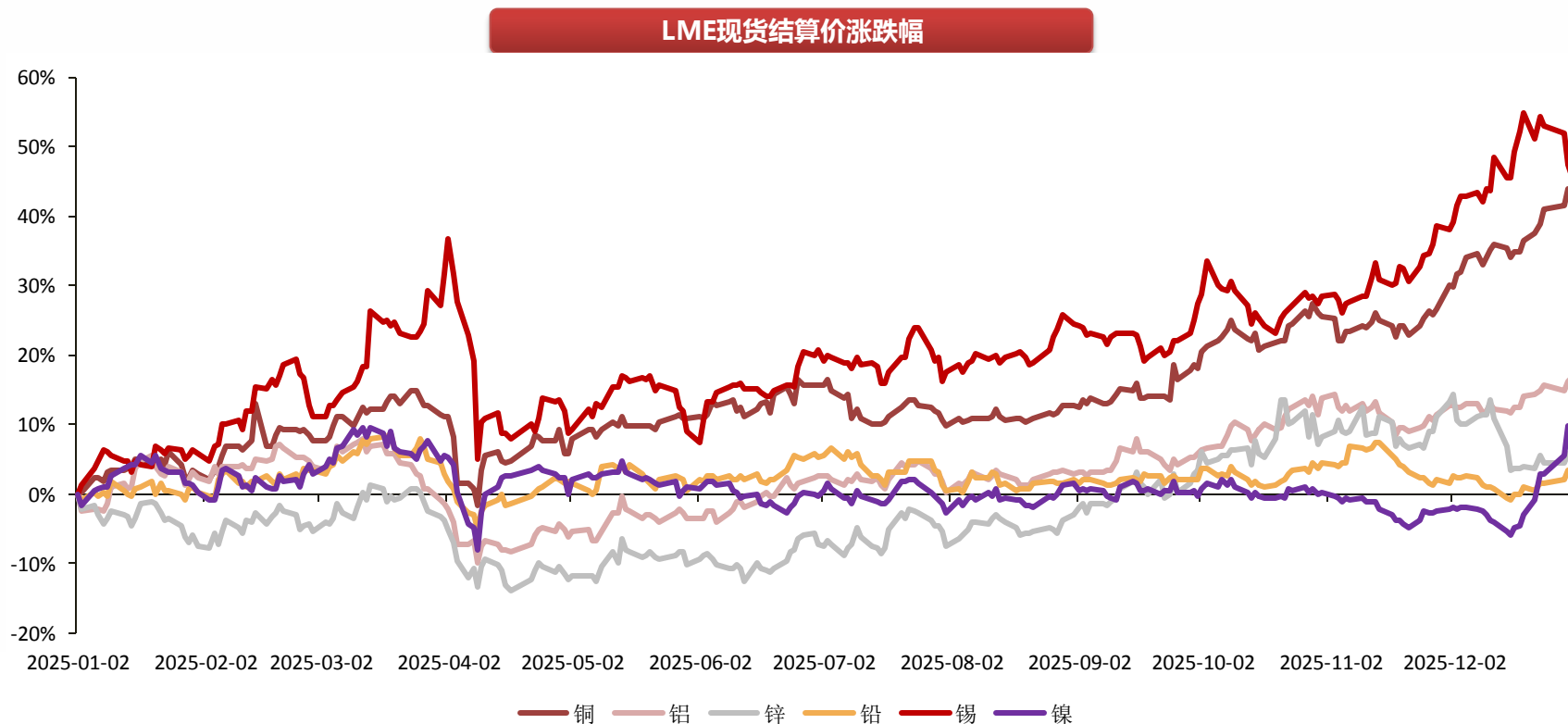


美国3年期国债收益率及深证成指



1.1.2 工业金属：整体呈现上涨趋势，锡铜涨幅靠前

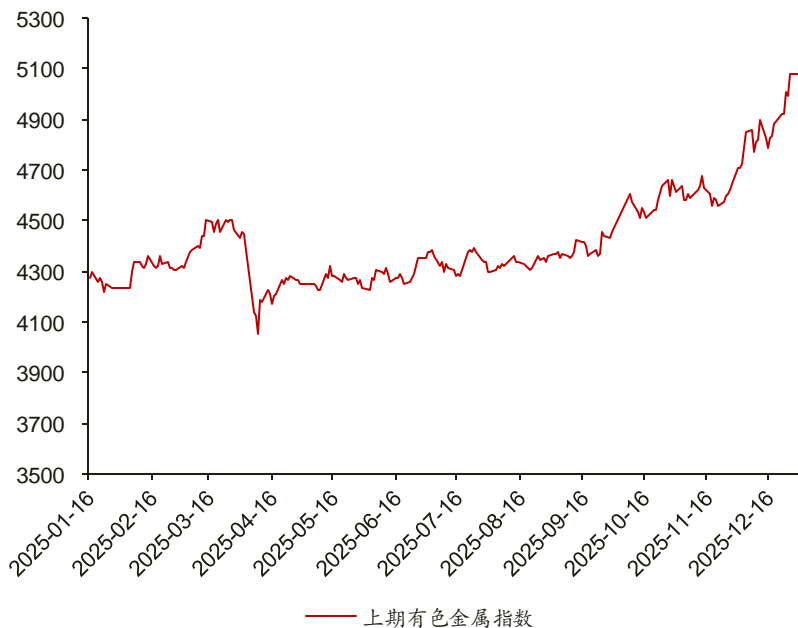
LME：2025年初至2025年12月31日，所有工业金属价格相比年初均有所上升，锡、铜、铝、镍、铅、锌分别上升44.91%/43.96%/17.03%/9.83%/2.45%/4.68%。



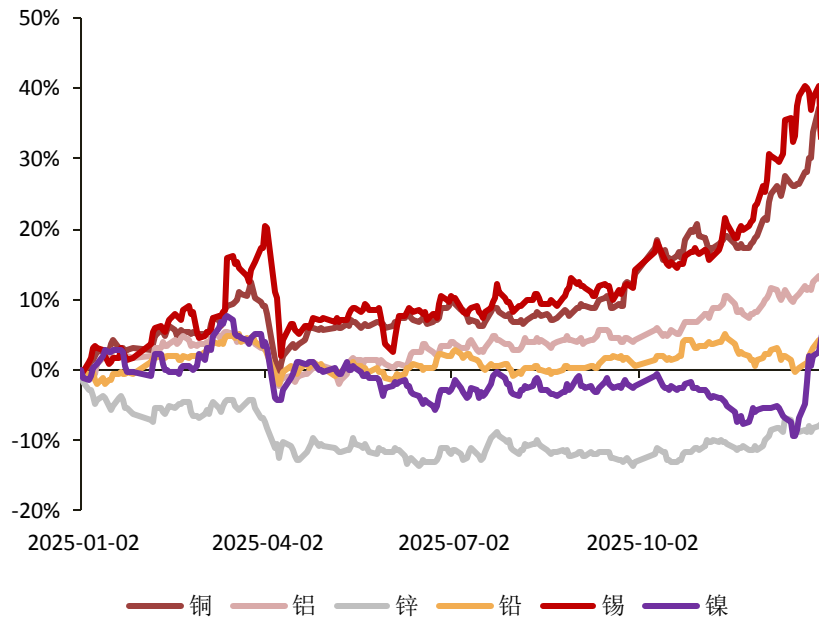
1.1.2 工业金属：整体呈现上涨趋势，锡铜涨幅靠前

SHFE：截至2025年12月31日，上期所有色金属指数收盘于5085.40，较年初上涨21.59%。
2025年初至2025年12月31日，铜、锡、铝、镍、铅分别上涨34.65%/33.80%/14.33%/ 7.25%
/2.77%；锌下跌7.58%。

上期所有色金属指数较年初上涨21.59%



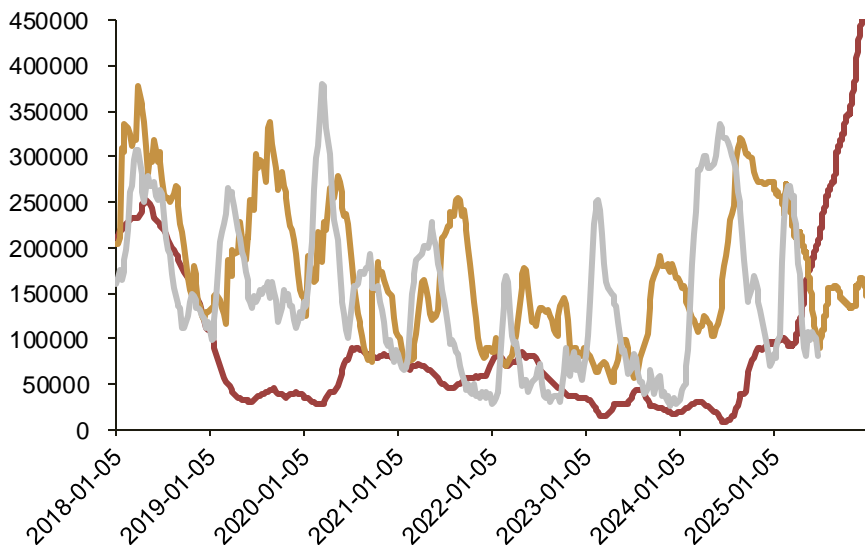
SHFE期货（活跃合约）结算价累积涨跌幅



1.1.2 工业金属：铜库存转移，铝大幅去库

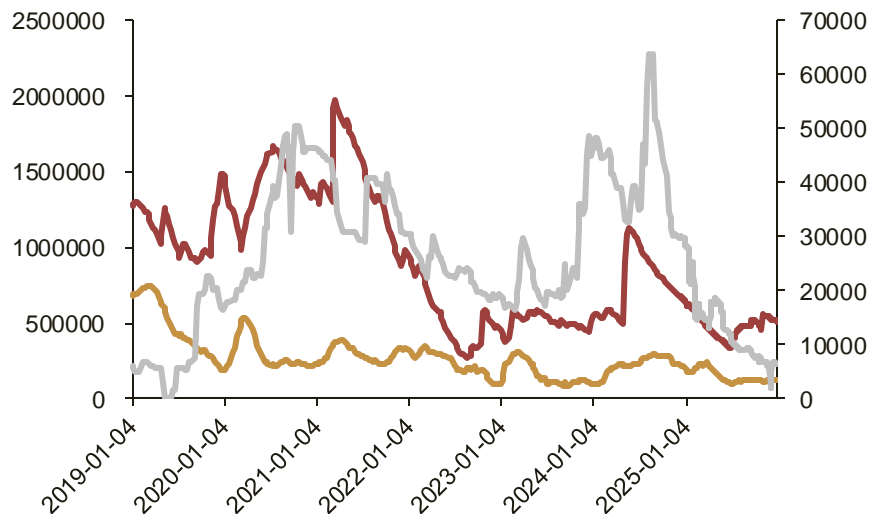
从全球显性库存来看，LME铜库存大幅去库，COMEX和上期所累库明显。截至2025年12月31日，较于年初，LME铜库存减少45.36%；COMEX铜库存增加422.54%；上期所铜库存增加74.74%。铝：截至2025年12月31日，较于年初，LME铝库存减少18.79%；COMEX铝库存减少77.66%；上期所铝库存减少32.82%。

伦铜大幅去库（吨）



COMEX: 铜: 库存 开盘总库存: LME 铜 库存小计: 阴极铜: 总计

铝库存去库趋势显著（吨）



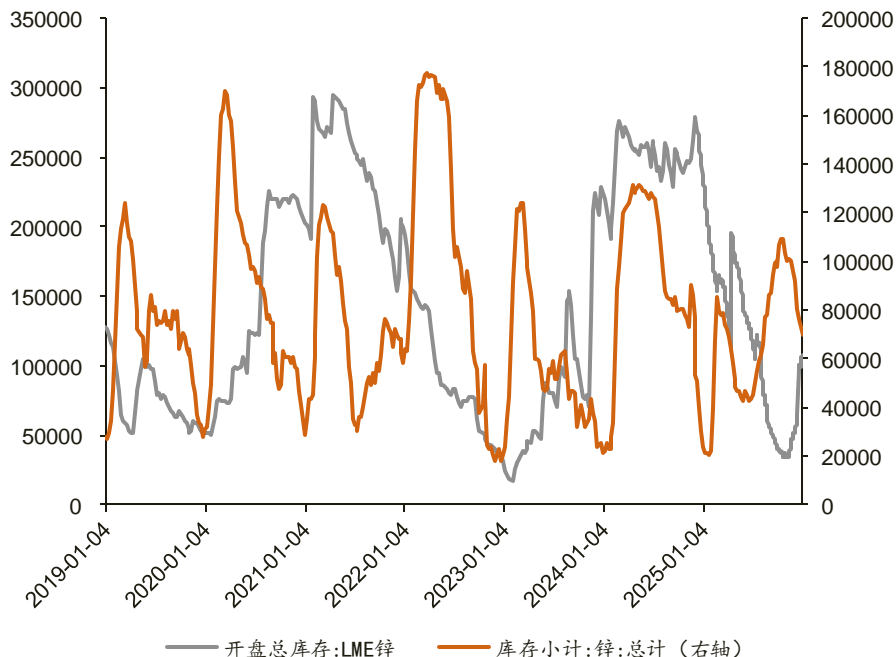
开盘总库存: LME 铝 库存小计: 铝: 总计
COMEX: 铝: 库存 (右轴)

1.1.2 工业金属：锌总库存下降，铅小幅累库

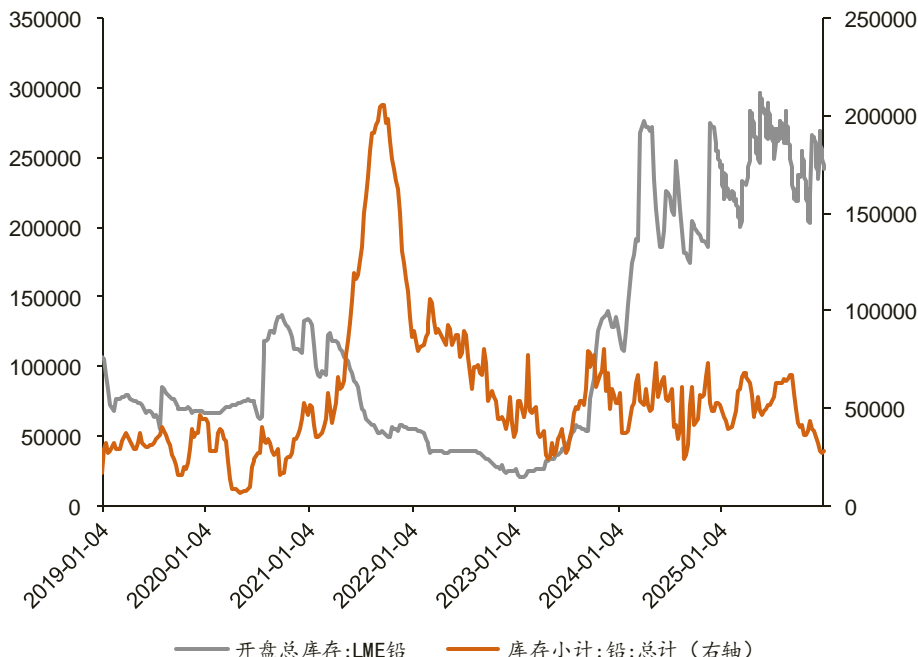
锌：截至2025年12月31日，LME锌库存107625吨，较于年初，减少53.27%；上期所锌库存69793吨，较于年初，增幅191.87%。

铅：截至2025年12月31日，LME铅库存241925吨，较于年初，增幅1.61%；上期所铅库存28004吨，跌幅42.35%。

伦、沪锌库存分化（吨）



铅库存小幅增加（吨）

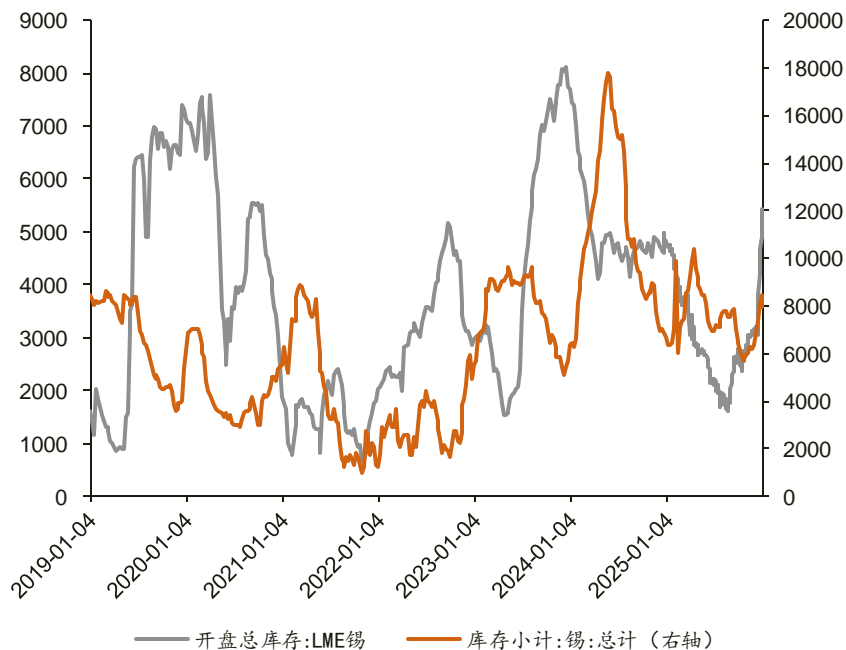


1.1.2 工业金属：锡小幅累库，镍累库趋势显著

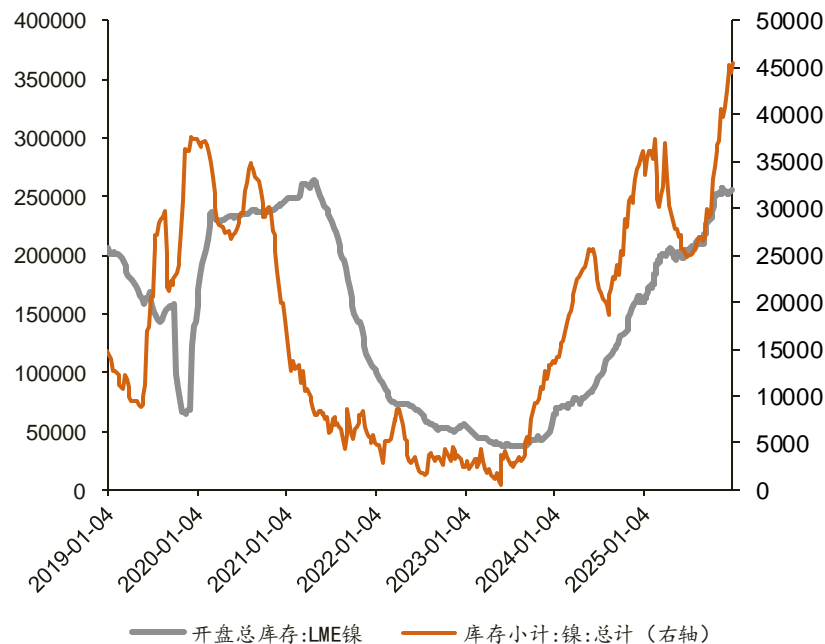
锡：截至2025年12月31日，LME锡库存5420吨，较年初上涨14.47%；上期所锡库存7936吨，较年初涨幅24.21%。

镍：截至2025年12月31日，LME镍库存255162吨，较年初上涨55.56%；上期所镍库存45544吨，较年初增加31.33%。

全球锡库存去库趋势显著（吨）



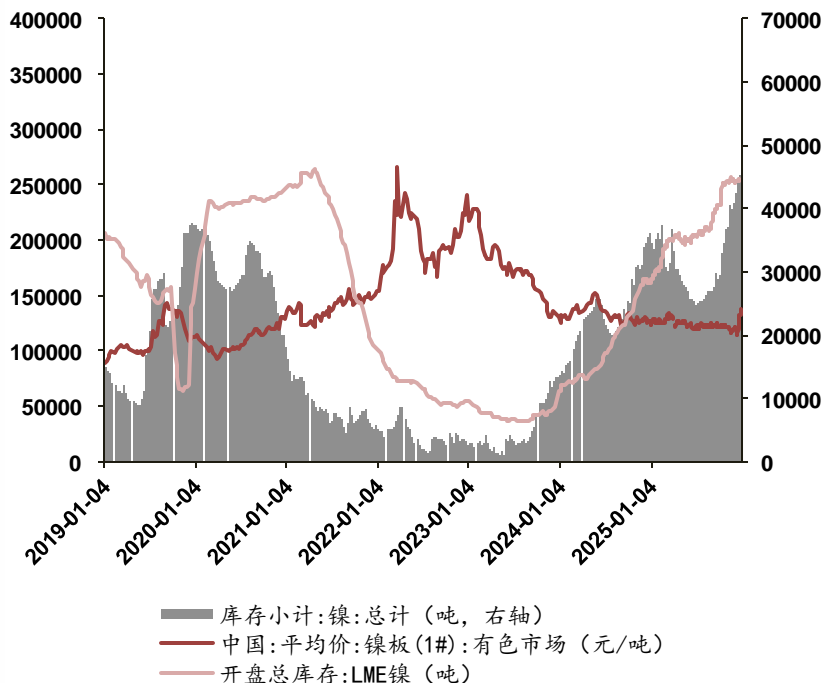
全球镍库存历史高位（吨）



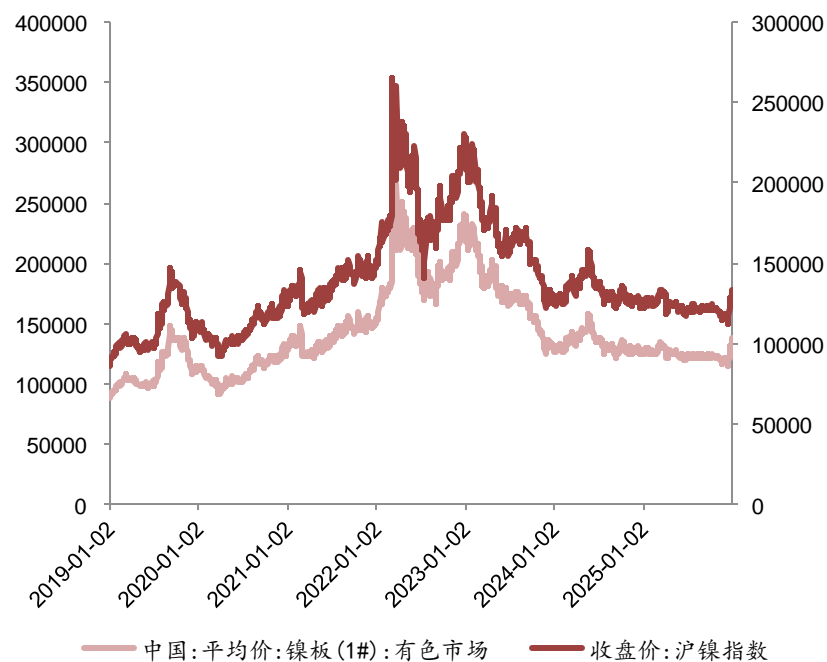
1.1.3 能源金属：锂、镍底部反弹，钴钨、稀土表现亮眼

截至2025年12月31日，LME镍库存255162吨，较年初上涨55.56%；上期所镍库存45544吨，较年初增加31.33%；截至2025年12月31日，中国镍均价为138090元/吨，较年初上升9.22%；沪镍指数为133105.27，较年初上升7.26%。

镍库存及镍均价走势

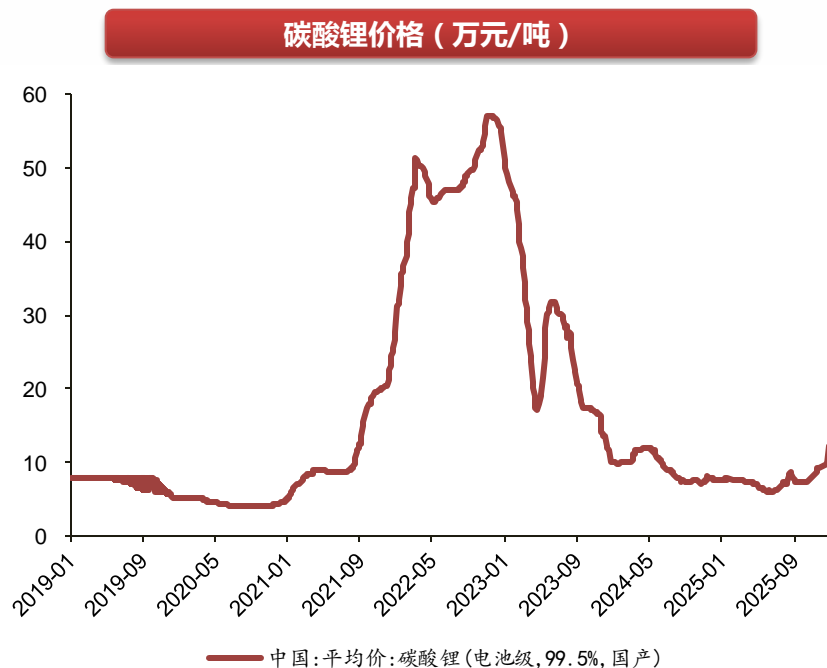


沪镍指数及镍均价 (元/吨)



1.1.3 能源金属：锂、镍底部反弹，钴钨、稀土表现亮眼

截至2025年12月31日，电池级碳酸锂价格为12.15万元/吨，较年初上涨59.87%；截至2025年12月31日，锂矿指数为6910.40，较年初上涨76.84%。



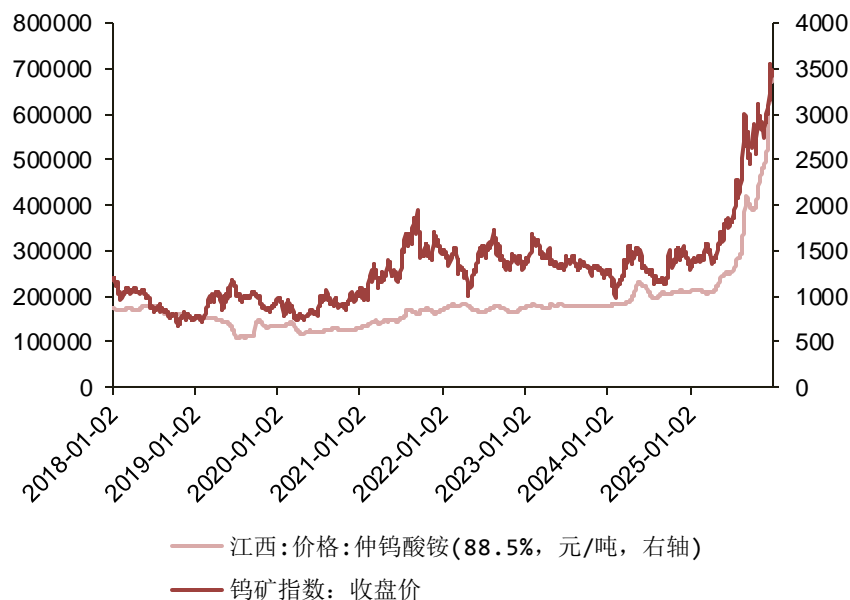
1.1.3 能源金属：锂、镍底部反弹，钴钨、稀土表现亮眼

截至2025年12月31日，钴矿指数为2983.76，较年初上涨83.49%；钨矿指数为3,420.49，较年初上涨161.07%；四氧化三钴35.85万元/吨，较年初上涨214.47%；仲钨酸铵价格为67万元/吨，较年初上涨218.29%。

钴价和钴矿指数走势

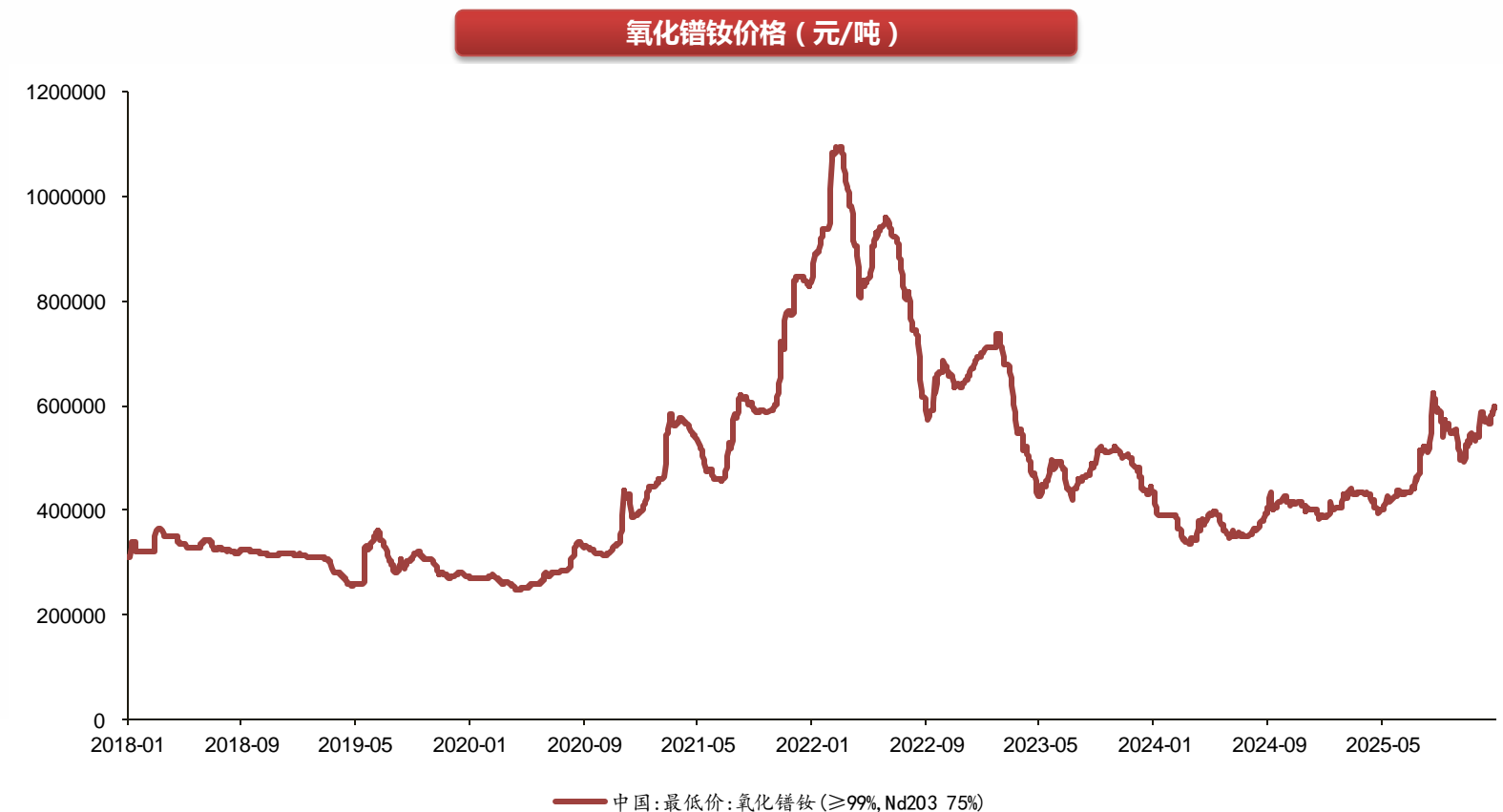


钨价和钨矿指数走势



1.1.3 能源金属：锂、镍底部反弹，钴钨、稀土表现亮眼

截至2025年12月31日，氧化镨钕最低价格上升至59.75万元/吨，较年初上涨53.99%。

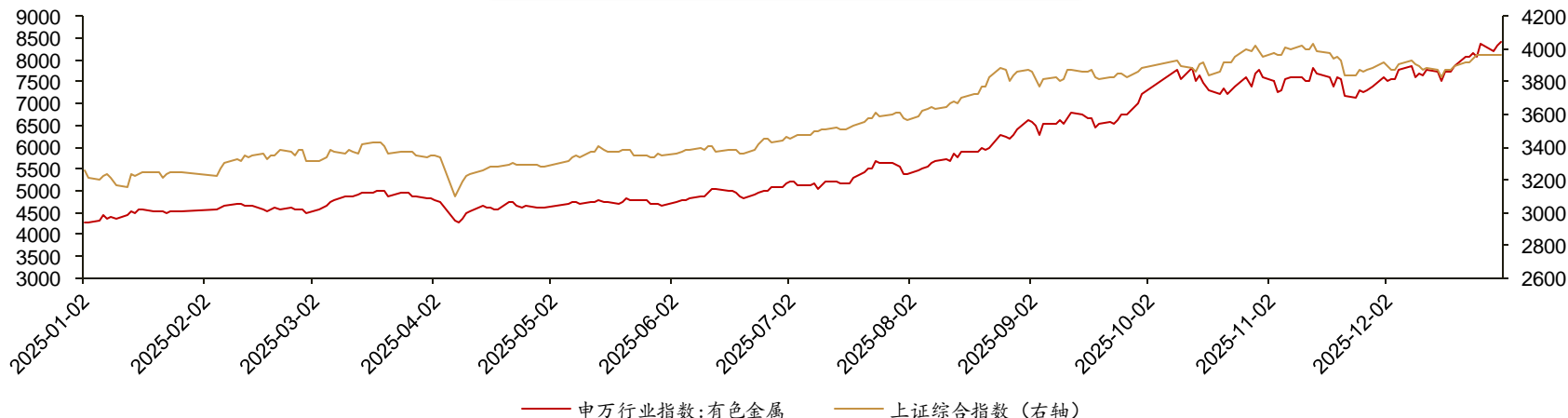


1.2 有色板块涨幅转弱

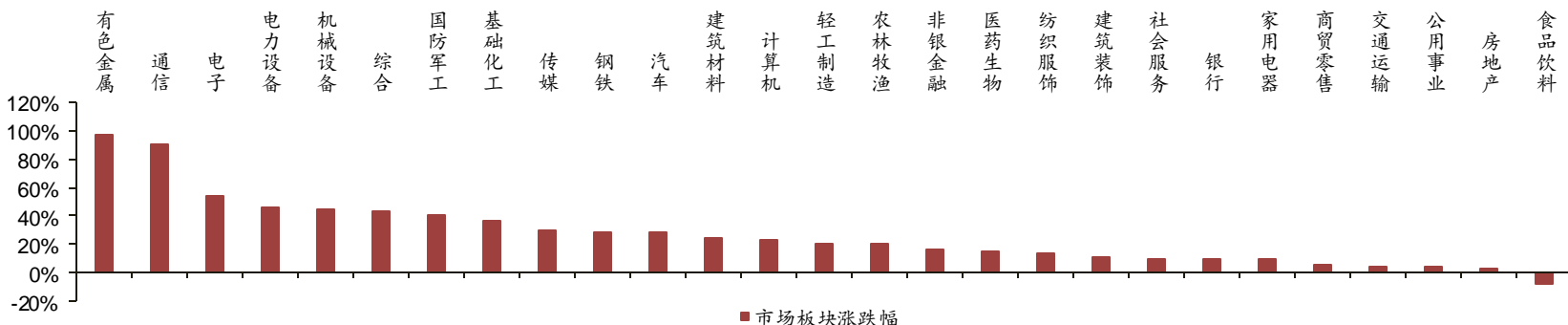
1.2.1 整体板块年初至今累计涨幅96.46%，目前估值处于历史均值

2025年有色金属板块强于大盘。2025年初至2025年12月31日，有色金属累计上涨96.46%，上证指数累计涨幅21.65%。

有色板块行情表现强于市场大盘



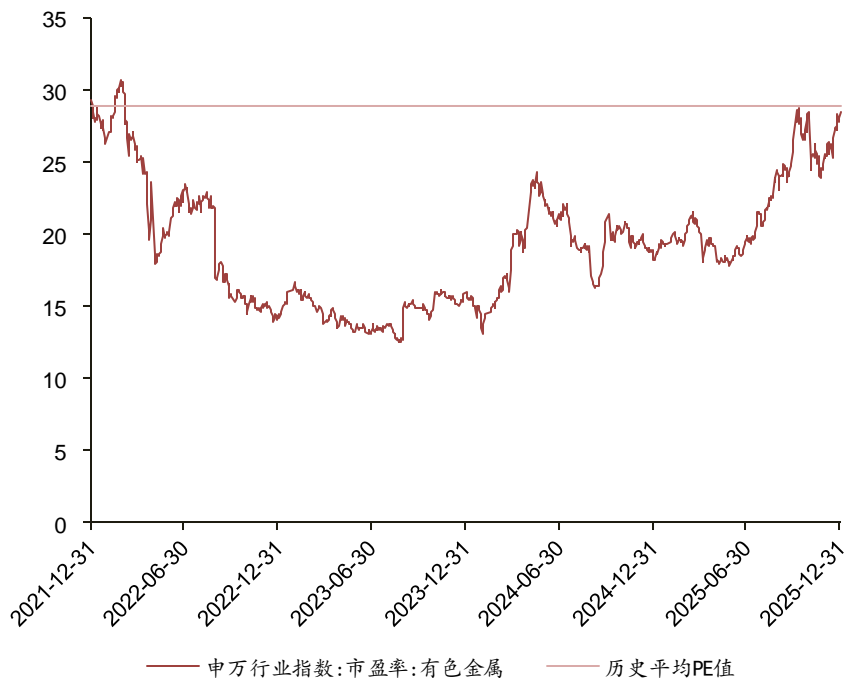
2025.1.1-2025.12.31有色金属行业累计涨幅96.46%



1.2.1 整体板块年初至今累计涨幅达96.46%，目前估值处于历史均值

有色板块估值目前处于历史均值。2021年12月31日至2025年12月31日，有色板块PE历史估值中枢为28.93倍，PE最高值为30.78倍（2022年2月28日）。截至2025年12月31日，有色行业PE为28.46倍；2021年12月31日至2025年12月31日有色板块PB历史估值中枢为2.49倍，截至2025年12月31日，有色行业PB为3.51倍。

有色板块PE估值显著上升（倍）



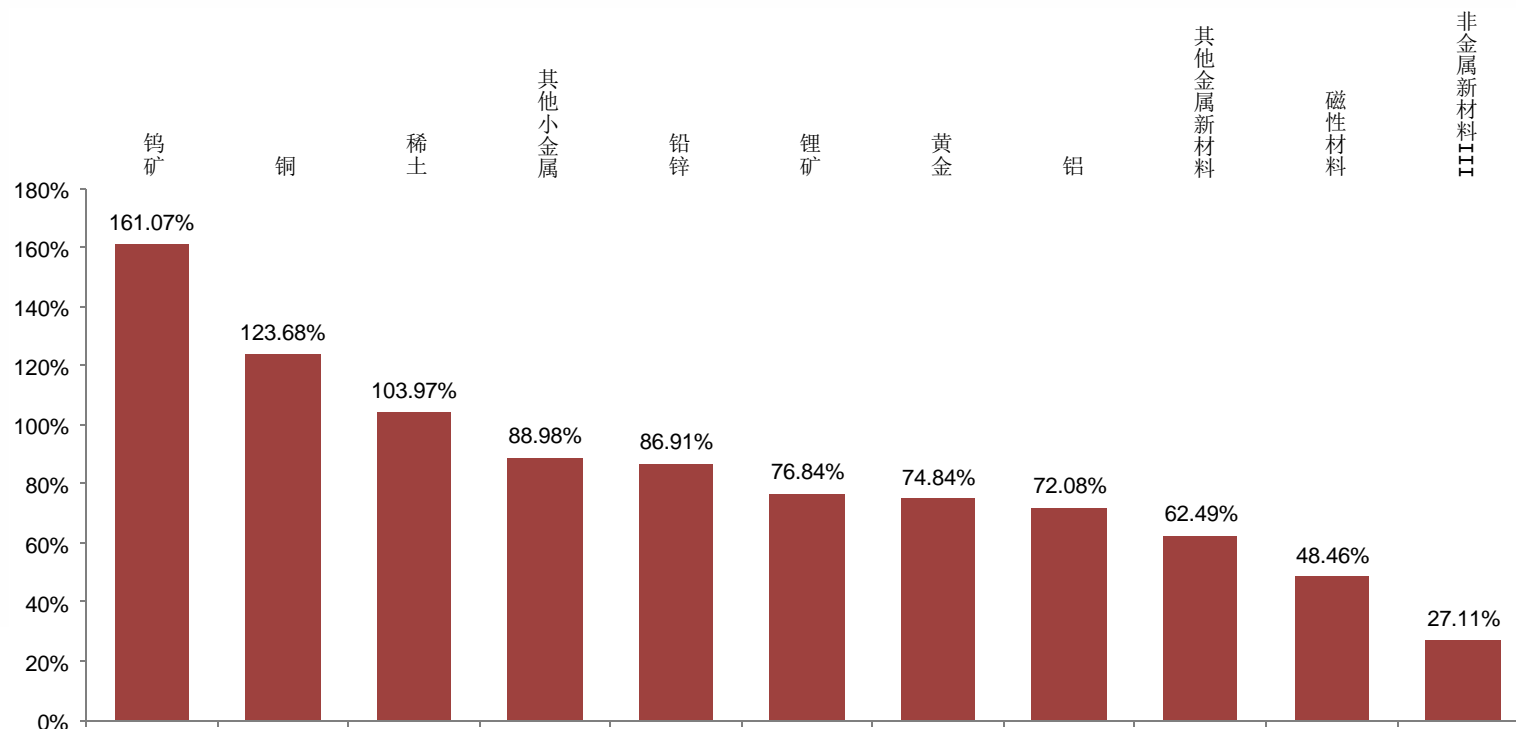
有色板块PB估值显著上升（倍）



1.2.2 钨、铜、稀土表现较好，磁性材料和非金属材料涨幅落后

子板块中，钨矿、铜和稀土今年表现相对较好，截至2025年12月31日，钨矿、铜和稀土矿块涨幅分别为161.07%、123.68%和103.97%。

2025年钨矿、铜、稀土矿块涨幅分别为161.07%/123.68%/103.97%

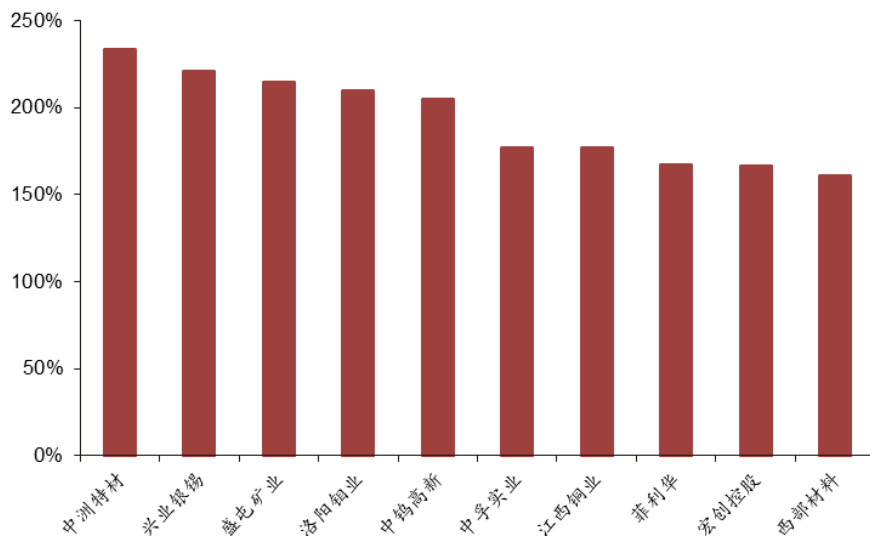


1.2.3 有色个股：黄金、稀土、铝相关标的表现亮眼，中游加工标的受需求拖累

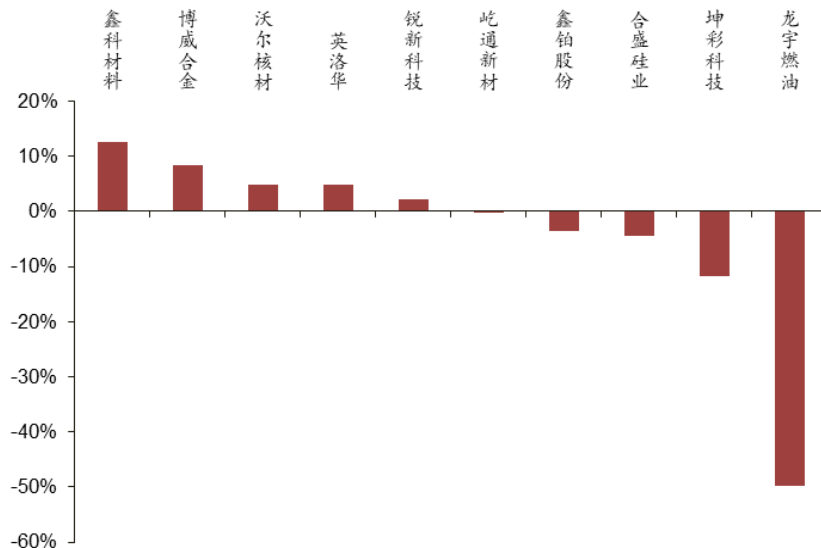
截止至2025年12月31日，涨幅居前的个股有两大特征，1) 紧随资源价格景气度波动，金、稀土、铝相关标的盈利和估值双升，表现亮眼；2) 题材加工类标的涨幅靠前；

跌幅居前的个股，多处于有色金属行业中游加工环节，受上游大宗价格波动影响较大，同时受下游需求疲弱拖累明显，企业开工率、出货量和加工费均出现明显下滑。

2025年初至2025年12月31日有色行业个股涨幅前十



2025年初至2025年12月31日有色行业个股跌幅前十



目 录

◆ 1 回顾：资源股铜金铝锡涨幅明显，加工板块估值低位

◆ 2 分母端铜金银：美元信用下滑背景下持续看多铜金银

◆ 3 分子端铝锡钨：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视

◆ 4 新能源相关：反内卷初见成效，关注趋势机会

◆ 5 风险提示

2.1 黄金：目前利率接近中性水平，美联储或将加快降息步伐

美联储利率中枢下移有望提升金属金融属性。当地时间2025年12月10日，美联储召开年内最后一次货币政策例会，宣布将联邦基金下调利率至3.50%-3.75%。此前，美联储已于 2025 年 6 月、9 月先后降息 25 个基点，持续释放货币政策宽松信号。点阵图显示，预计 2026 年年底将再降息两次，年末利率中位数预测为 3.25%，较 2025 年中预测的 3.75% 进一步下修。通胀回落趋势延续，11 月 CPI 同比涨幅 1.9%，已回落至 2% 政策目标下方，就业市场温和走弱，为货币政策进一步宽松创造充足空间。

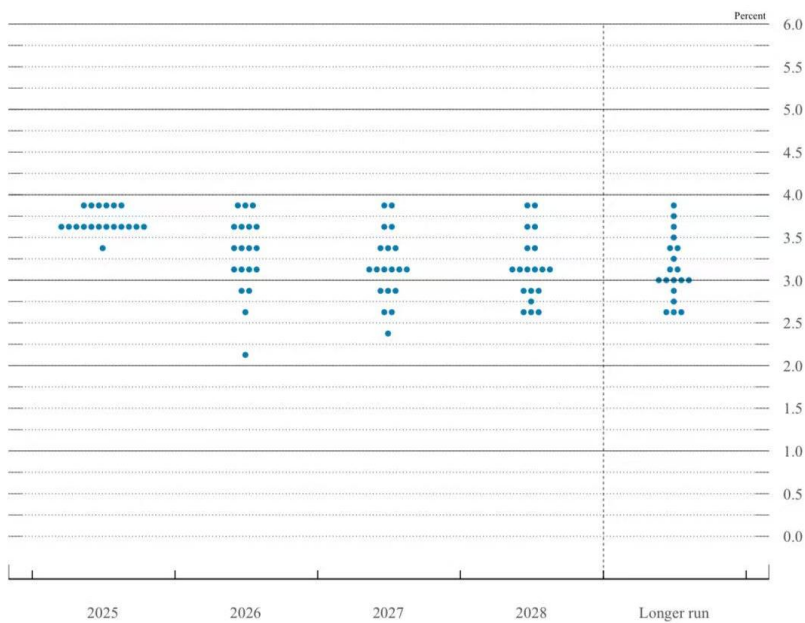
CME 利率期货数据显示（截至 2025 年 12 月 31 日），市场普遍认为 2026 年将降息两次，点阵图与市场预期的同步下修，强化了对政策宽松延续的判断。利率中枢持续回落有望提升黄金、有色金属等资产的金融属性与估值弹性，尤其在经济增长疲软与通胀温和共存的背景下，贵金属与资源类板块表现有望持续受益。

CME利率期货预测（截至2025年12月28日）

FED FUND FUTURES						
ZQZ5	ZQF6	ZQG6	ZQH6	ZQJ6	ZQK6	
96.2788	96.3625	96.3975	96.4250	96.4950	96.5200	

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2026/1/28	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	15.50%	84.50%
2026/3/18	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	54.16%	45.84%
2026/4/29	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	64.50%	35.50%
2026/6/17	0.00%	0.00%	0.00%	20.60%	79.40%	0.00%
2026/7/29	0.00%	0.00%	0.00%	65.50%	34.50%	0.00%
2026/9/16	0.00%	0.00%	0.00%	92.71%	7.29%	0.00%
2026/10/28	0.00%	0.00%	21.50%	78.50%	0.00%	0.00%
2026/12/9	0.00%	0.00%	22.80%	77.20%	0.00%	0.00%
2027/1/27	0.00%	0.00%	20.50%	79.50%	0.00%	0.00%
2027/3/17	0.00%	0.00%	11.36%	88.64%	0.00%	0.00%
2027/4/28	8.50%	91.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/6/9	0.00%	0.00%	5.43%	94.57%	0.00%	0.00%
2027/7/28	0.00%	0.00%	16.50%	83.50%	0.00%	0.00%
2027/9/15	0.00%	0.00%	1.69%	98.31%	0.00%	0.00%
2027/10/27	0.00%	0.00%	0.00%	92.50%	7.50%	0.00%
2027/12/8	0.00%	0.00%	0.00%	84.41%	15.59%	0.00%

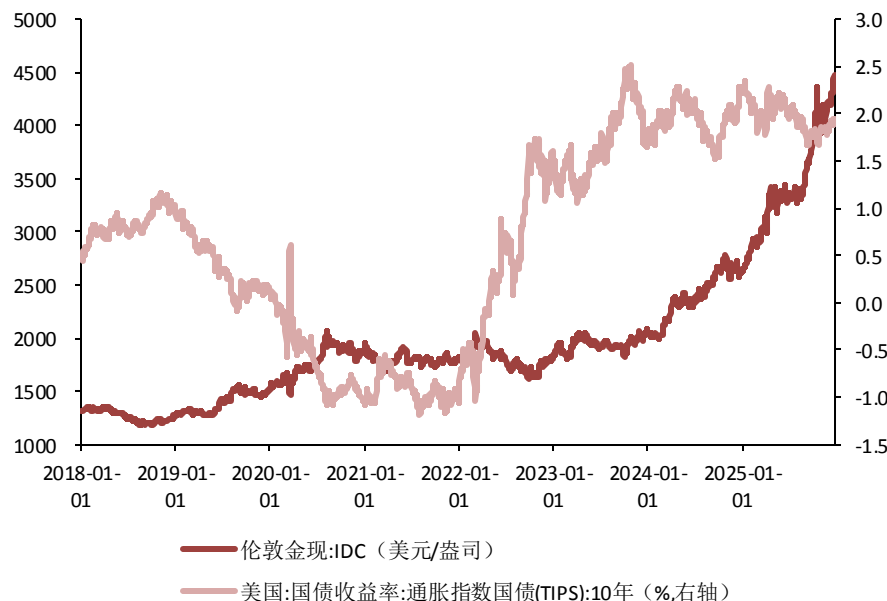
美联储2025年12月利率点阵图



2.1 黄金：实际利率和美元指数向下形成直接驱动

美联储货币周期切换有望带动美债收益率和美元指数中枢下移。实际利率和美元分别是影响黄金金融属性和货币属性的主要指标，与金价整体呈负相关关系。加息周期开启后，实际利率上行带来金价回落，2022年11月后美联储加息放缓，实际利率的上行中止，美元指数中枢下移，带动黄金价格抬升。2024年9月开始进入降息周期，市场预期2026年内将降息两次，降息周期下通胀有所缓解、实际利率预期回落，叠加地缘政治影响加剧，金价中枢有望持续上移。

实际利率与黄金价格



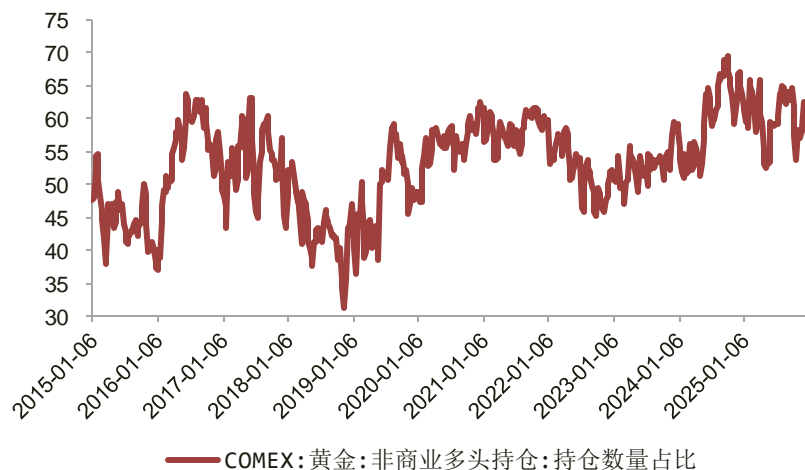
美元指数与黄金价格



2.1 黄金：央行持续购金，战略配置地位提升

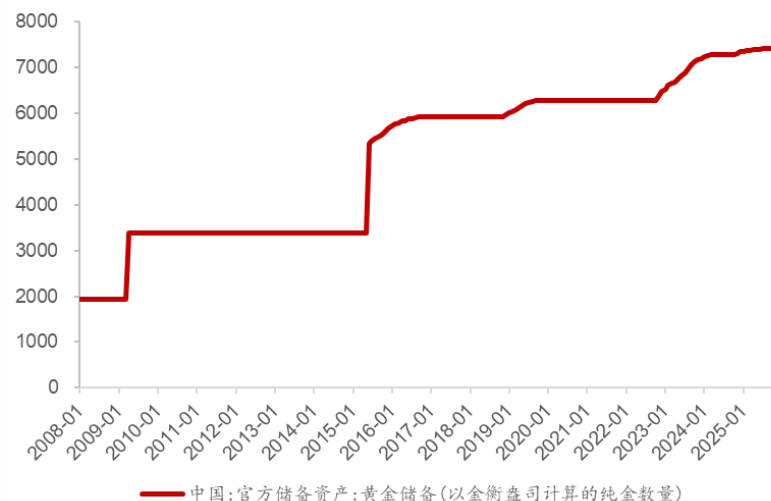
央行增加黄金储备，黄金战略配置地位提升。2022年以来局部冲突频现，地缘政治风险凸显黄金的避险价值属性，2022年下半年开始，全球央行黄金储备量出现明显上升，中国、俄罗斯、土耳其、印度等国家贡献主要购金量。根据人民银行公布，截至2025年12月末中国官方储备黄金达到7415万盎司，同比增储幅度达到1.2%。2024年初至今，海外黄金ETF持仓占比持续震荡上行，截止至2025年12月30日，Comex黄金非商业多头持仓占比从高位小幅回落至57.2%。

海外黄金ETF持仓占比



数据来源: wind, 西南证券整理

中国黄金储备

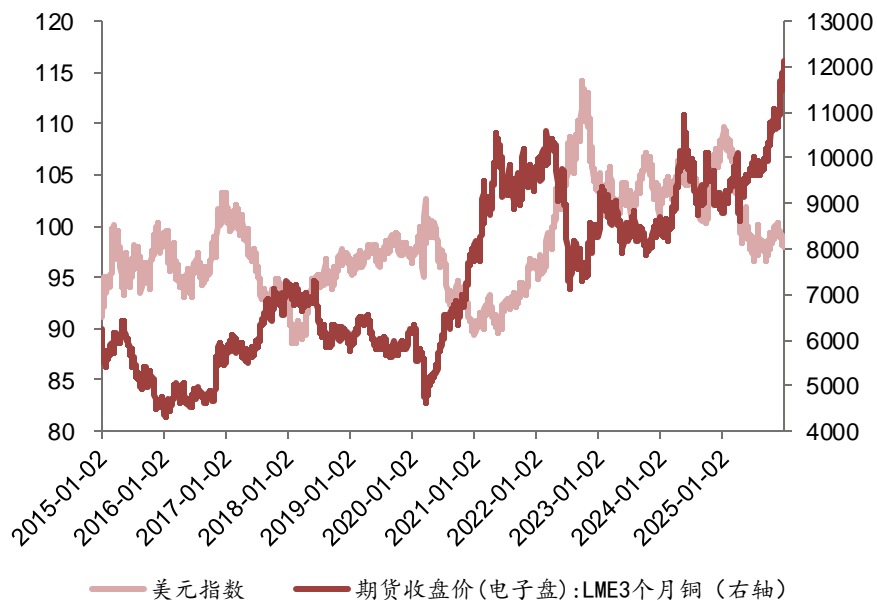


数据来源: wind, 中国人民银行, 西南证券整理

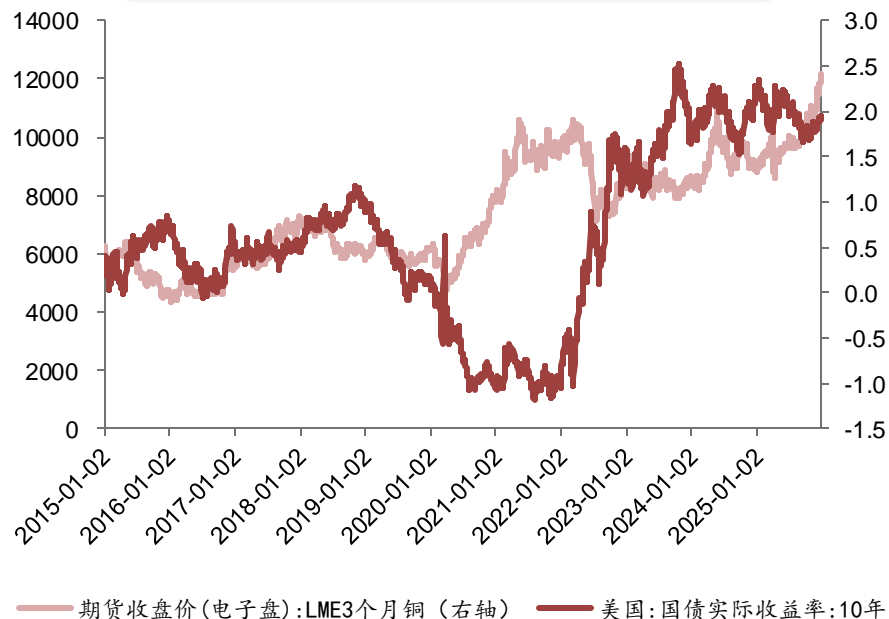
2.2 铜：金融压制缓解，降息周期下提升铜金融属性

美联储降息有望提升铜金融属性。铜被视为宏观经济的晴雨表，价格波动受金融属性影响大。美元指数和国际铜价有明显的负相关性，从近五年二者的拟合来看，美元指数的大幅下行往往带来铜价重心的趋势性提升。美元指数自2022年10月加息节奏放缓后开始筑顶回落，随着降息周期的开始，预计还有较大的回落空间，铜的金融属性有望受到提振。

美元指数与铜价变化

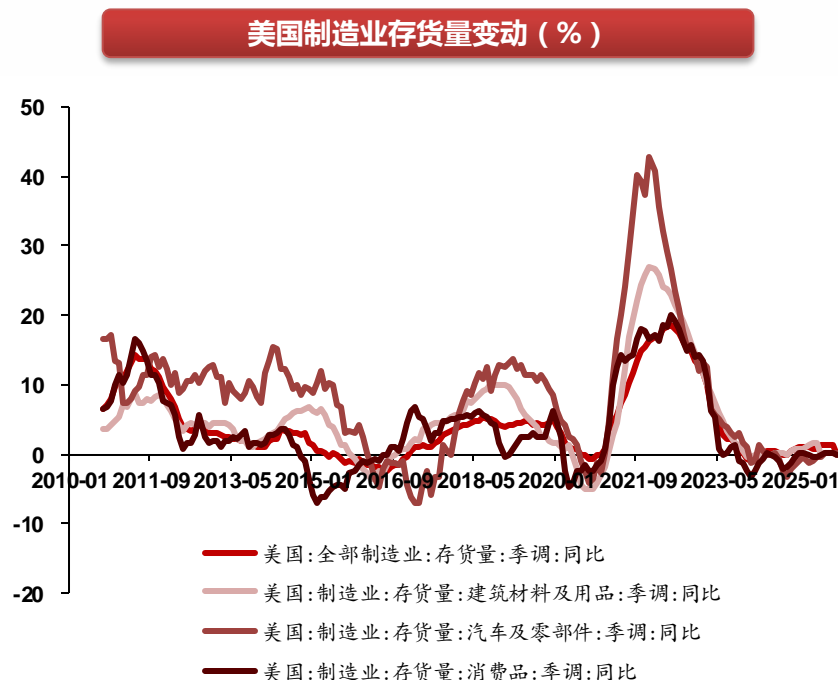
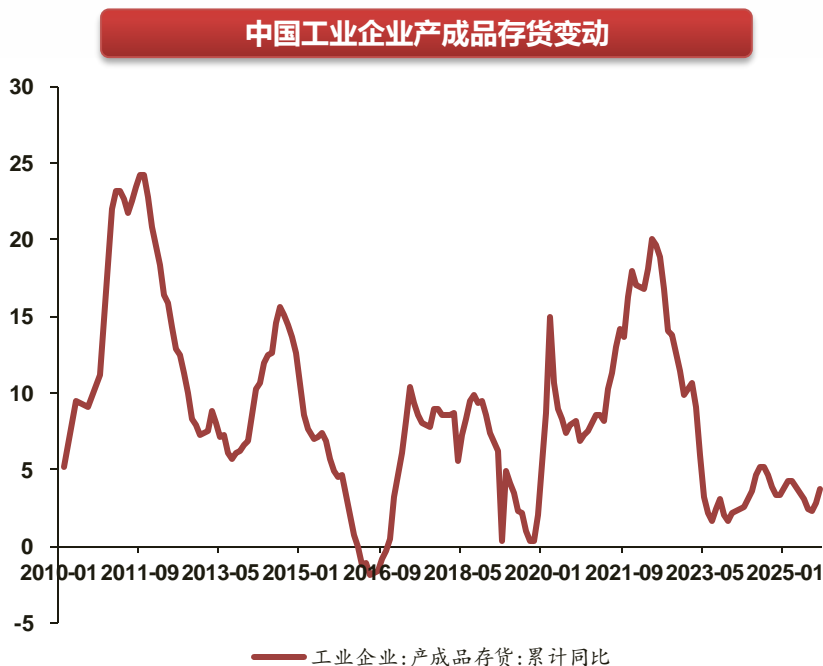


美债收益率与铜价变化



2.2 铜：制造业去库进入尾声

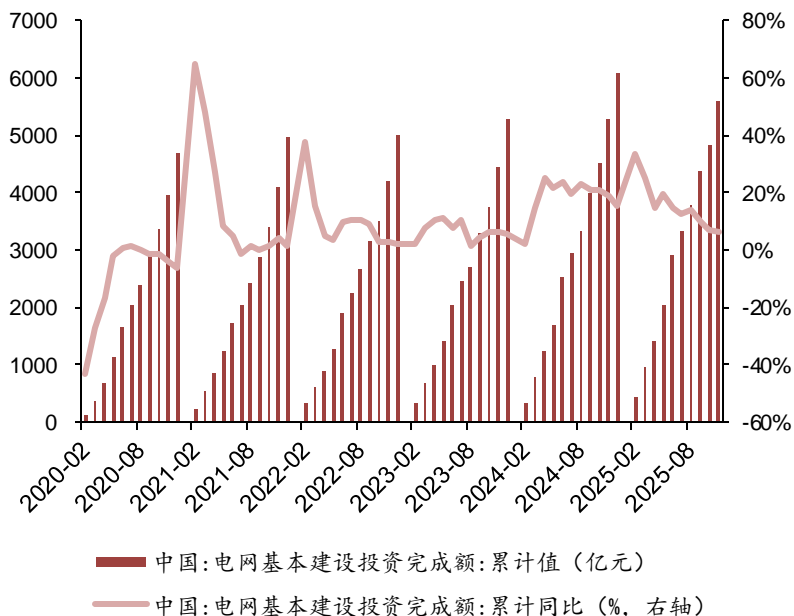
中美制造业库存周期处于底部，补库周期或拉动需求扩张。制造业是基本金属重要的需求行业之一，中美制造业库存周期和基本金属的价格周期重合度较高。2009-2011年间中美制造业的共振补库周期对应基本金属长达两年的价格上行；2012-2015年间制造业缓慢去库下，金属价格整体进入下行周期；2016-2018年的补库周期带动金属价格再度走高；2020-2021年疫情后的制造业大幅补库，带动工业金属再度进入牛市。2022年初中美制造业先后进入去库周期，基本金属价格也见顶回落，当前中美制造业库存增速均处于底部，去库周期对金属价格的利空压制逐渐放缓，向补库周期切换有望带动需求周期性回升。



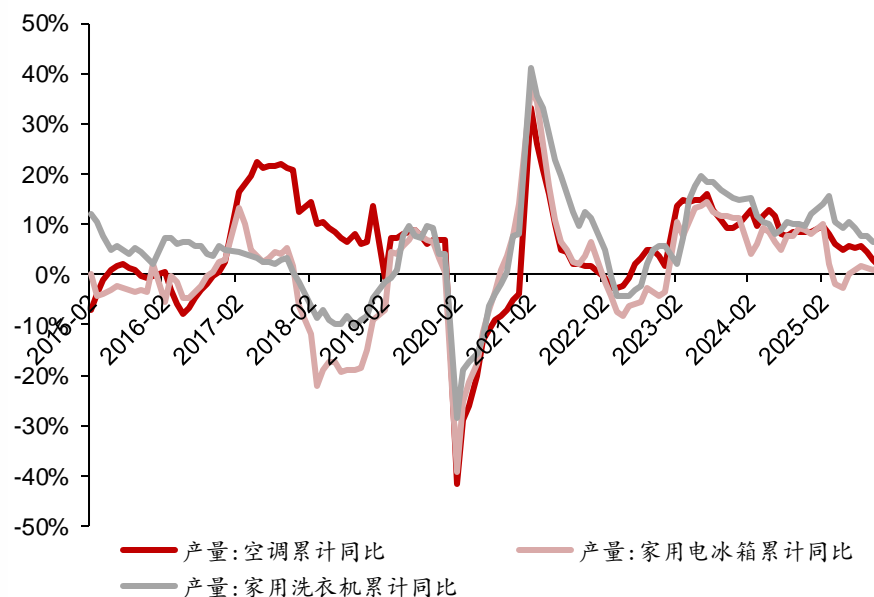
2.2 铜：电网投资加大，家电产销维稳

电网投资持稳，家电产销增速高位。2024年国家电网计划投资额超5000亿，与23年持平。2025年1-11月电网实际投资增速累计同比+5.93%，电网投资加大，积极拉动铜等金属的消费。受益于地产后周期拉动，2025年1-11月空调、洗衣机的产量增速维持高位，空调、冰箱、洗衣机全年的累计产量增速分别为1.60%、1.20%、6.30%，家电对金属的消费维持正向拉动，后期或跟随竣工增速波动。

电网投资建设平稳



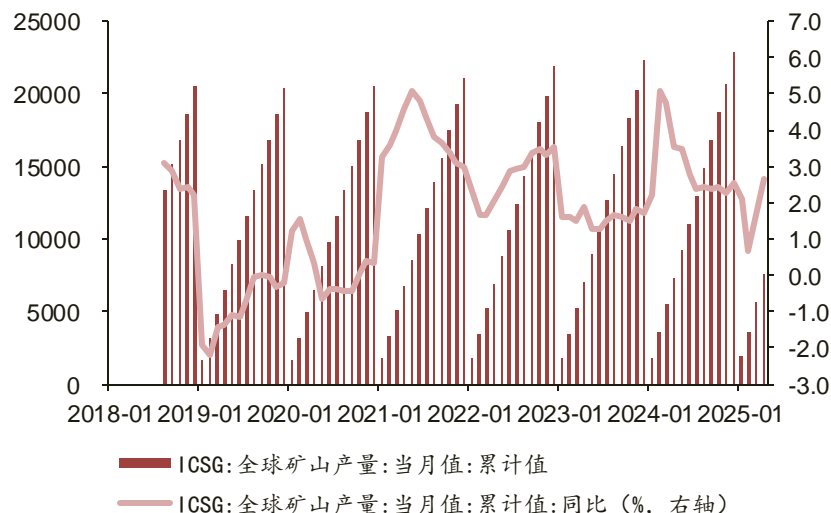
主要家电产量同比增长



2.2 铜：资本开支不足制约远期铜矿供应

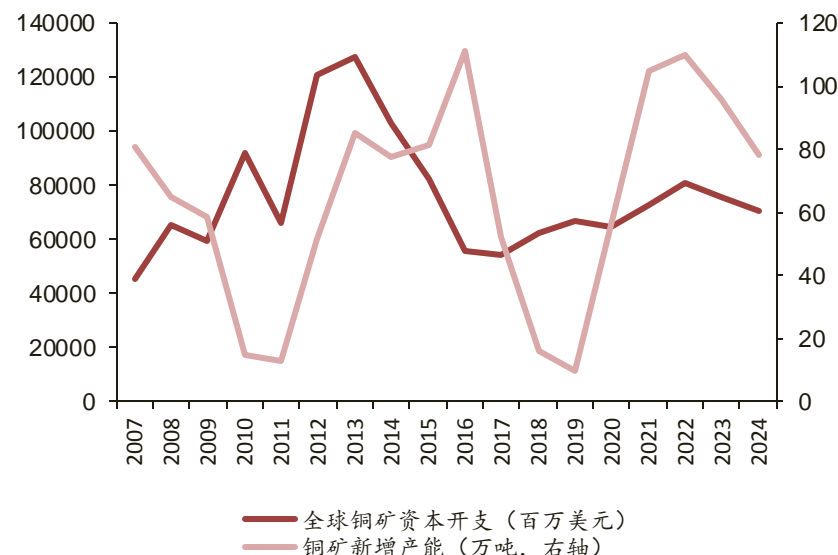
铜矿供给增速放缓，长期缺乏增量释放。据ICSG统计，预计2025年全球矿山铜产量增速2.3%，低于市场预期，智利作为全球铜供给的主要贡献地增幅有限，且 Cobre Panamá 矿持续停摆，是拖累全球产量释放的重要原因。远期来看，全球铜矿资本开支不足，供给增速边际下滑。全球矿山资本开支在2009-2011年的牛市周期中大幅提升，随后伴随着铜价走熊，资本开支也进入了长达五年的下行周期。本轮铜价大涨后，海外矿山的资本开支有小幅提升，但相较上轮周期幅度较低。ICSG预计，2023-2025年全球矿山产量增速逐年下滑，2025年之后由于全球矿山投资的减少带来新项目的匮乏，加之品味下降、资源枯竭等问题，铜矿产量远期增长乏力。

全球矿山铜产量及增速（千吨）



数据来源：ICSG，西南证券整理

全球铜矿资本开支



数据来源：Bloomberg，西南证券整理

2.2 铜：供需缺口呈扩大趋势，铜价中枢不断抬升

精炼铜供需缺口扩大，金融属性利好价格向上。基于对国内新增冶炼产能的统计，我们给予2026年国内精炼铜产量2.0%的增速，假定精炼铜进口量增速1.0%。合理赋予主要需求领域增速后，推算2026年精炼铜需求增速7.7%，年内精炼铜市场处于大幅短缺的格局，精炼铜低库存的格局将继续延续，基本面对铜价中枢起到支撑的作用。

中国铜需求拆分（万吨）

	2022	2023	2024	2025E	2026E
电网	670	740	854	922	996
yoy	1.8%	10.5%	15.3%	8.0%	8.0%
建筑	103	120	90	77	69
yoy	-15.0%	17.0%	-25.0%	-15.0%	-10.0%
汽车	91.6	104.1	123.1	153.7	183.2
yoy	23.9%	13.6%	18.3%	24.8%	19.2%
其中，传统油车	40.8	37.9	31.3	29.7	28.3
yoy	-10.6%	-7.2%	-17.4%	-5.0%	-5.0%
其中，新能源汽车	50.8	66.2	91.8	123.9	154.9
yoy	79.7%	30.3%	38.7%	35.0%	25.0%
新能源发电	64.2	100.3	122.7	149.2	175.4
yoy	52.7%	56.2%	22.3%	21.6%	17.6%
其中，光伏	47.9	74.3	95.1	118.8	142.6
yoy	58.2%	55.2%	28.0%	25.0%	20.0%
其中，风电	16.4	26.1	27.6	30.4	32.8
yoy	38.7%	59.3%	6.0%	10.0%	8.0%
机械电子	125	128	131	133	140
yoy	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	5.0%
家电	182	200	216	220	231
yoy	-10.0%	10.0%	8.0%	2.0%	5.0%
其他	165	165	168	171	172
总需求测算	1401	1558	1704	1826	1966
yoy	1.4%	11.2%	9.4%	7.1%	7.7%

中国铜供需平衡表

	2022	2023	2024	2025E	2026E
铜需求（万吨）	1401	1558	1704	1826	1966
yoy	0.9%	11.2%	9.4%	7.1%	7.7%
精炼铜产量（万吨）	1106	1299	1364	1412	1440
yoy	5.5%	17.4%	5.1%	3.5%	2.0%
铜净进口（万吨）	365	323	374	355	359
yoy	15.1%	-11.5%	15.8%	-5.0%	1.0%
国储调节（万吨）	0	0	0	0	1
总供应不含废铜（万吨）	1471	1622	1738	1767	1800
yoy	6.8%	10.2%	7.2%	1.7%	1.9%
供需缺口	70	64	34	-59	-166

2.2 铜冶炼利润：铜精矿供应下滑，冶炼产能过剩，利润下滑

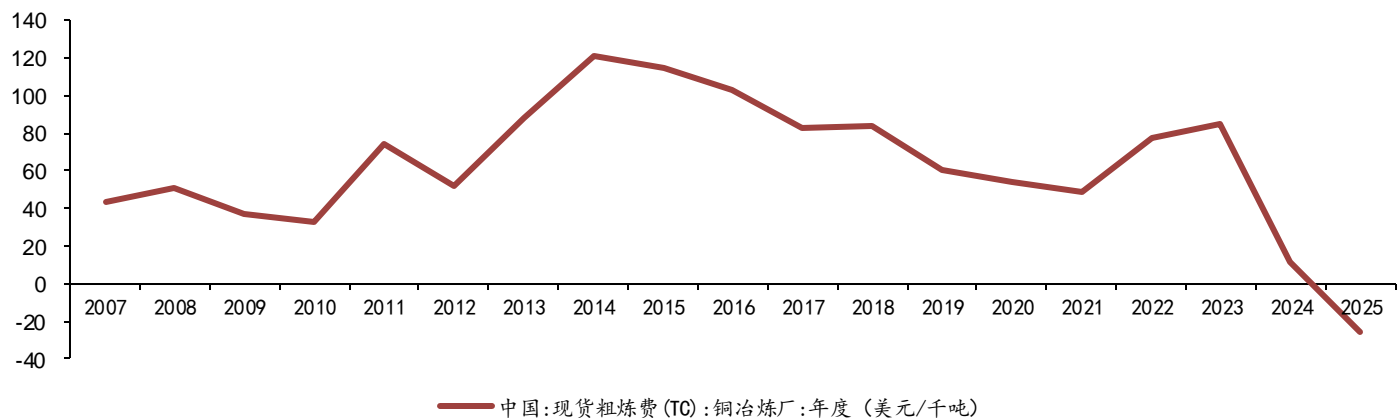


2.2 铜冶炼利润：冶炼加工费下行明显

全球新增铜矿产能



中国铜冶炼厂粗炼费 (TC)



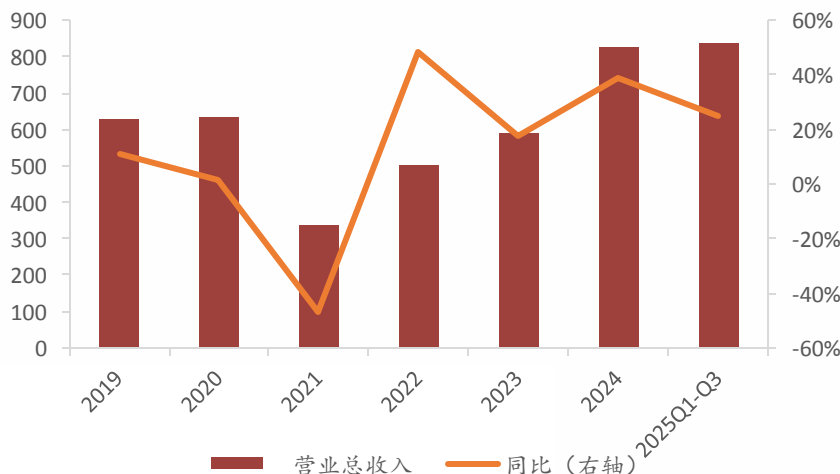
相关标的：山东黄金（600547）

行业层面：金价进入右侧上涨期。美联储货币政策处于降息周期，经济增长压力增加，长端美债收益率和美元大周期仍向下；美国债务规模屡创新高，黄金作为信用货币的替代品，内在价值提升；逆全球化、全球风险事件增加、央行持续购金背景下将驱动黄金价格中枢继续上移。

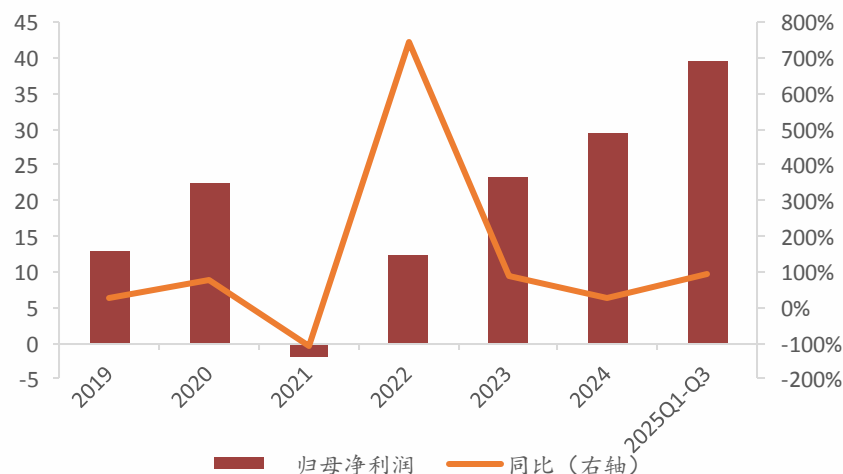
公司层面：公司持续增储扩产，做大资源优势。自2023年以来，公司相继收购山金国际28.89%股份，竞得大桥金矿采矿权及外围探矿权，收购昶泰矿业70%股权及西岭金矿探矿权，山金国际并购Osino Resources Corp.100%股权、云南西部矿业有限公司52.07%股权，山金国际控股子公司芒市华盛金矿开发有限公司并购周边一宗探矿权，上述并购大幅增加了公司的资源储备。

风险提示：黄金价格大幅下跌风险，远期矿山增产不及预期风险，海外运营风险。

2019年-2025Q3公司营收及同比（亿元）



2019年-2025Q3公司归母净利润及同比（亿元）



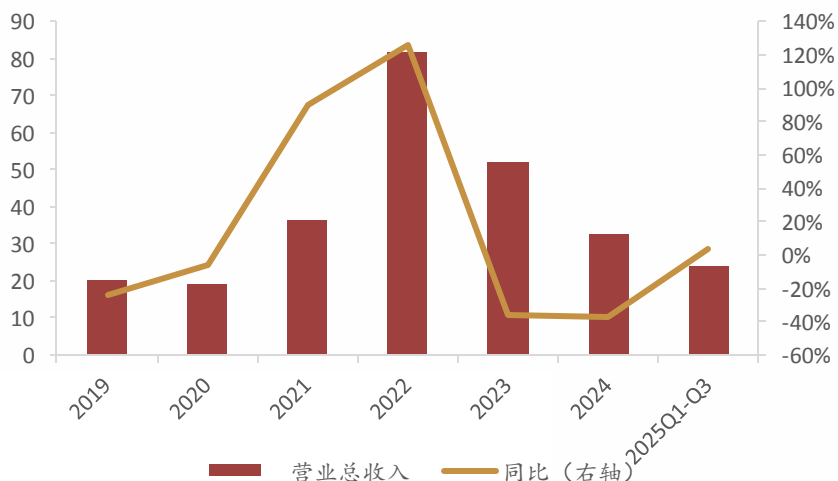
相关标的：藏格矿业（000408）

行业层面：供需缺口呈放大趋势，长期铜价中枢上行。美联储货币周期的切换有望带动美元指数和美债收益率向下，利于提振铜的金融属性。长期来看，铜矿供应扰动加剧，供给增速逐年下移，需求受益于新能源需求保持高增，铜供需缺口呈放大趋势，低库存成为新常态，基本面支撑铜价中枢上行。

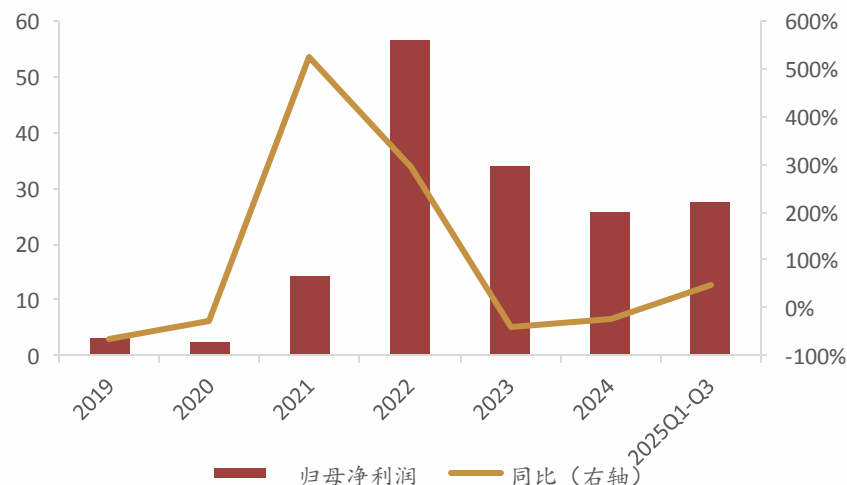
公司层面：1) 巨龙铜矿持续量增，进一步增厚利润。巨龙铜矿二期计划2025年底投产，达产后公司权益的矿产铜产量将达9.2-10.8万吨/年，三期投产后公司权益铜产能将升至18万吨/年。2) 钾锂稳中求进，加快项目建设。老挝钾肥规划产能一期200万吨/年，目前进入技术论证阶段。碳酸锂目前产能1万吨/年，麻米错5万吨项目已核准通过，进入施工阶段，预计26年底投产。

风险提示：铜价大幅下跌风险，远期矿山增产不及预期风险，钾肥项目建设不及预期风险。

2019年-2025Q3公司营收及同比（亿元）



2019年-2025Q3公司归母净利润及同比（亿元）



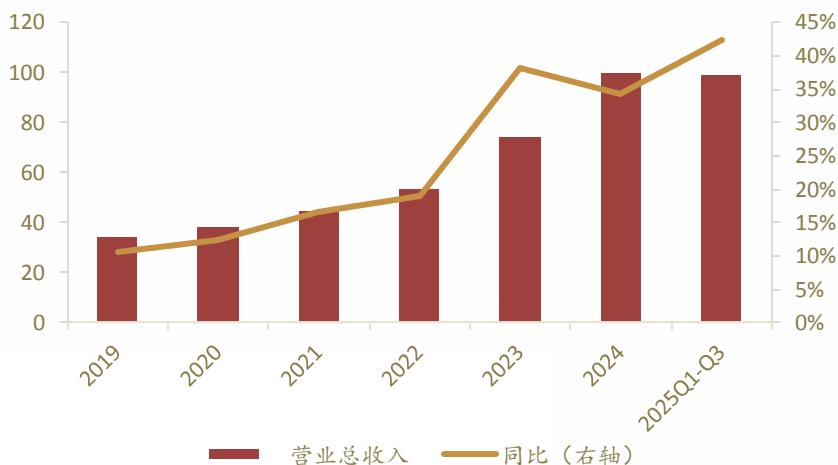
相关标的：金诚信（603979）

行业层面：供需缺口呈放大趋势，长期铜价中枢上行。美联储货币周期的切换有望带动美元指数和美债收益率向下，利于提振铜的金融属性。长期来看，铜矿供应扰动加剧，供给增速逐年下移，需求受益于新能源需求保持高增，铜供需缺口呈放大趋势，低库存成为新常态，基本面支撑铜价中枢上行。

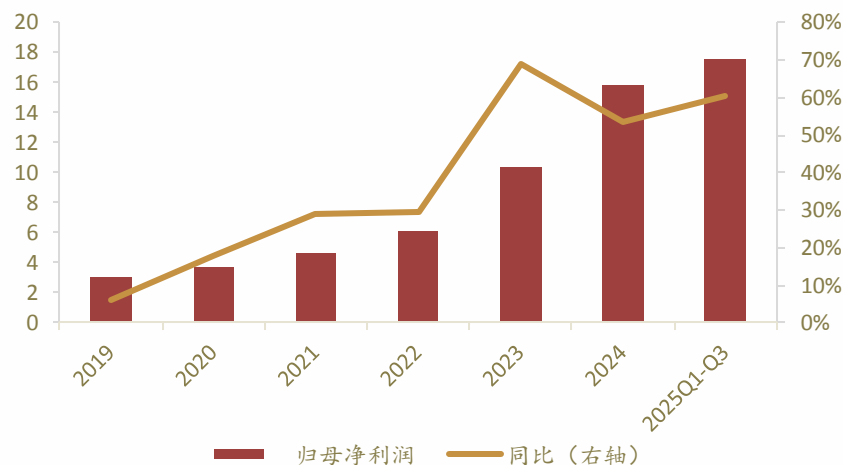
公司层面：铜矿+矿服双轮驱动，产量仍有增长。随着Lonshi铜矿放量、Lubambe铜矿技改达产，公司铜矿持续放量，扩产计划明确，远期铜矿产量有望达到15万吨/年。矿服业务在手订单充足，技术能力国内前列，矿服业务有望稳定增长。

风险提示：铜价大幅下跌风险，增产不及预期风险，海外运营风险。

2019年-2025Q3公司营收及同比（亿元）



2019年-2025Q3公司归母净利润及同比（亿元）



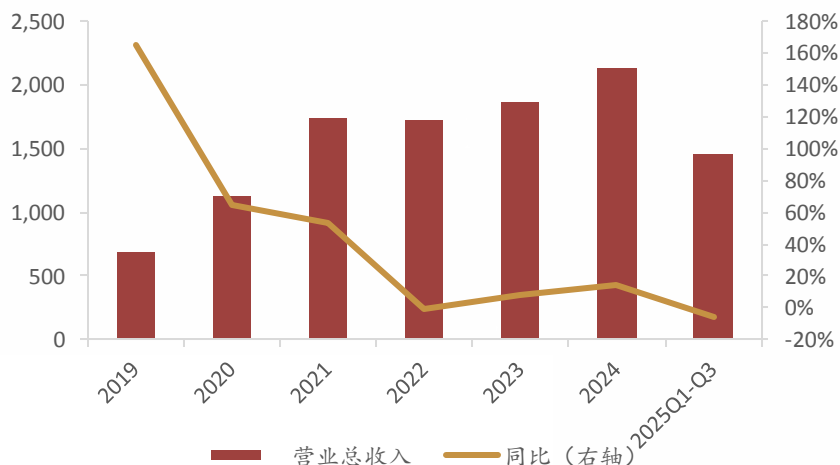
相关标的：洛阳钼业（603993）

行业层面：供需缺口呈放大趋势，长期铜价中枢保持高位。美联储货币周期的切换有望带动美元指数和美债收益率向下，利于提振铜的金融属性。长期来看，铜矿供给增速逐年下移，需求受益于新能源需求保持高增，铜供需缺口呈放大趋势，低库存或成为新常态，基本面支撑铜价中枢维持高位。

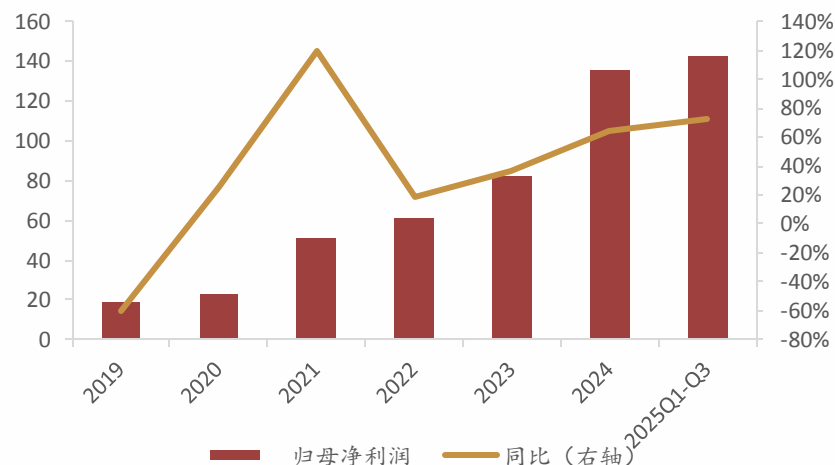
公司层面：持续推进TFM+KFM扩产工作。目前公司持续TFM西区项目和KFM二期扩产工作，已开展前期勘探工作，为实现2028年产铜80-100万吨的目标蓄力，远期来看，公司产量仍有成长性。

风险提示：铜锌钼等金属价格大幅下跌风险，项目进展不及预期风险，产销量不及预期风险等。

2019年-2025Q3公司营收及同比（亿元）



2019-2025Q3公司归母净利润及同比（亿元）



目录

◆ 1 回顾：资源股铜金铝锡涨幅明显，加工板块估值低位

◆ 2 分母端铜金银：美元信用下滑背景下持续看多铜金银

◆ 3 分子端铝锡钨：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视

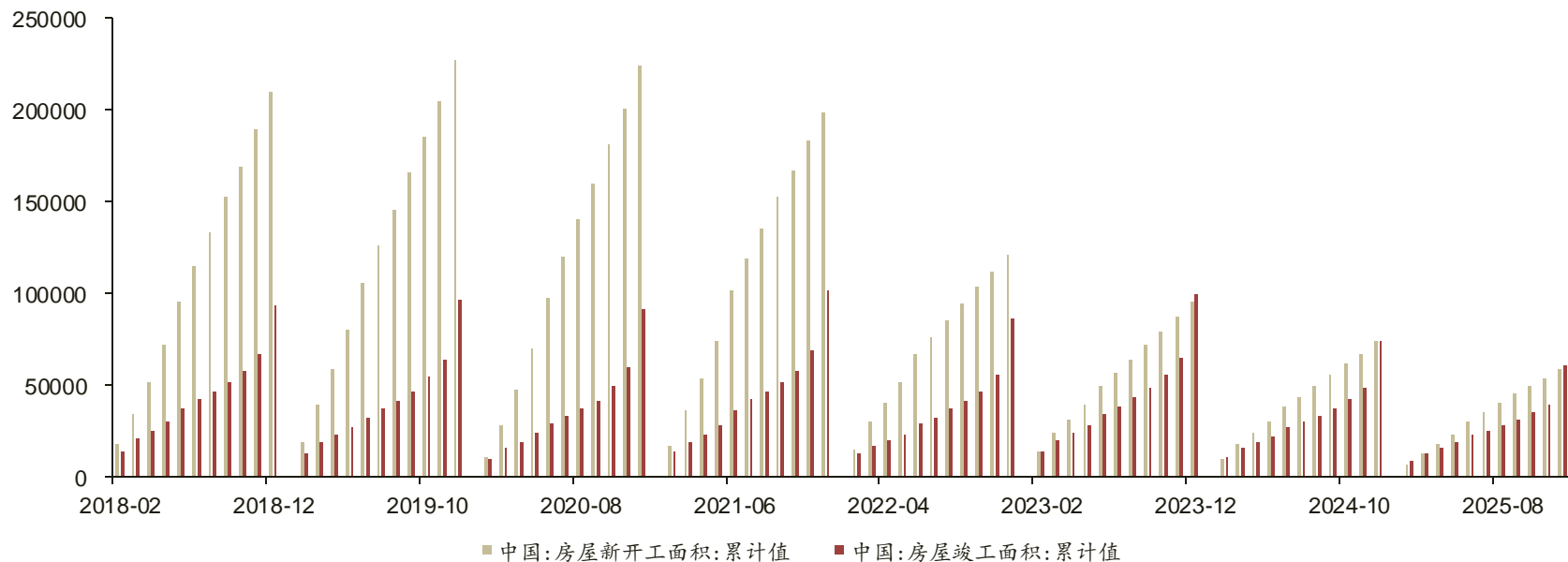
◆ 4 新能源相关：反内卷初见成效，关注趋势机会

◆ 5 风险提示

3.1 铝：地产对铝需求影响弱化

地产对铝需求的影响逐渐弱化。截至2025年12月底，国内竣工面积累计同比下降18.16%，较2025年1-6月降幅扩大3.26个百分点。自2021年下半年以来，中国房地产市场进入深度调整期，对铝需求产生了显著负面影响，全国房屋新开工面积、房屋竣工面积等关键数据连续多年大幅下降。这意味着从“前端”到“后端”的用铝需求同步萎缩。地产经历多年深度调整，地产对铝需求影响逐渐减弱，未来新开工面积的见底回升，决定了铝需求的恢复节奏。

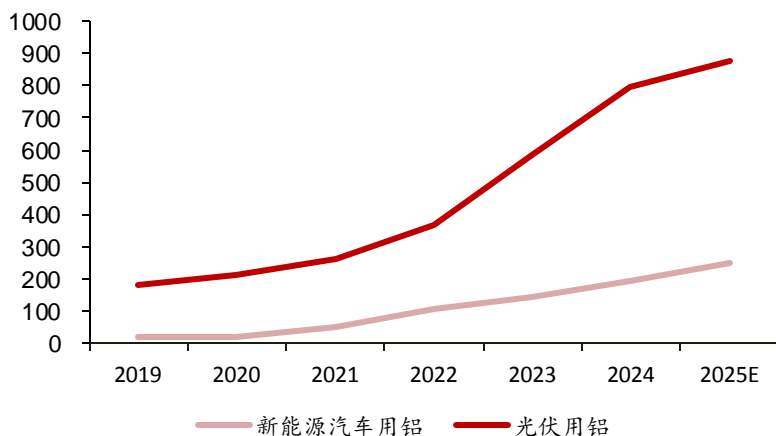
新开工、竣工面积累计缺口缩小（万平方米）



3.1 铝：光伏和新能源汽车高增支撑真实需求

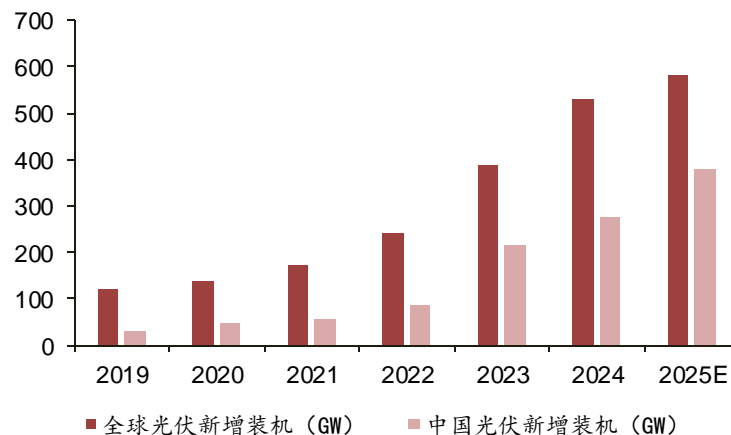
光伏和新能源汽车的高位增速支撑真实需求。IAI数据显示传统油车的单车用铝量约为118.7kg，纯电动汽车约用铝128.4kg，混动汽车用铝量约179.6kg。根据IEA数据，光伏每GW用铝量约为1.4万吨（边框用铝约0.7万吨，支架用铝约0.7万吨），新能源汽车和光伏为铝消费贡献主要增量。根据CPIA数据，2024年全球光伏新增装机容量为530GW，同比+36%。考虑到峰谷电费之差而光伏储能设备并非免费，光伏需求量逐渐饱和，其增速将受到配套电网建设滞后、电网容量有限以及分布式光伏增速放缓的牵制，我们预测2025年开始全球光伏新增装机将进入平台期，增速放缓。根据CPIA预测，2025年全球新增装机规模范围为531-583GW，我们假定2025年全球新增光伏装机量583GW，假定2025年国内新能源汽车产量增速30%，单车用铝量150kg，测算预计2025年新能源部门的铝消费量占比将提升至24%。

新能源用铝预测（万吨）



数据来源：Wind，IAI，CPIA，IEA，西南证券整理

光伏装机量预测（GW）

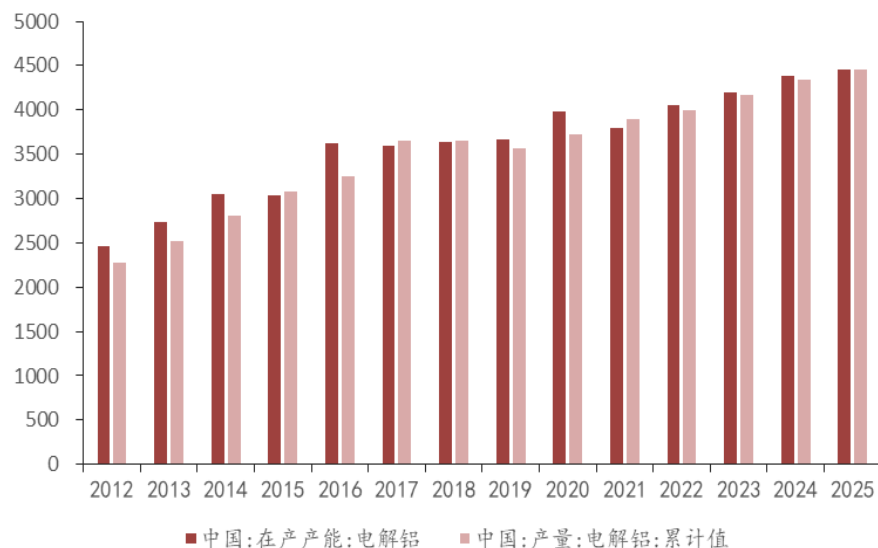


数据来源：Wind，CPIA，西南证券整理

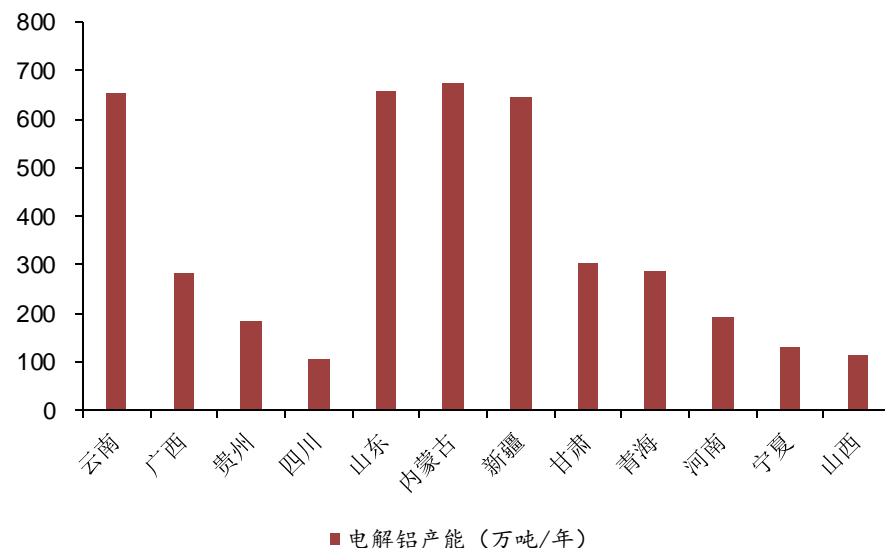
3.1 铝：产能已至天花板，产量波动主要受西南地区影响

国内电解铝产能天花板已达上限，产量波动受西南天气影响。截止至2025年12月底，国内电解铝建成产能达4536.2万吨，已经达到4500万吨的天花板，运行产能达4459.4万吨，产量波动主要受到西南地区（云贵川渝产能占比21%）降雨对水电供给的影响。2024下半年-2025上半年降雨不足的特征较明显，云南高峰期减产产能近40%，若后续西南水电稳定，2026年产量有望小幅修复，但整体弹性有限。

电解铝产能已经达到天花板（万吨）



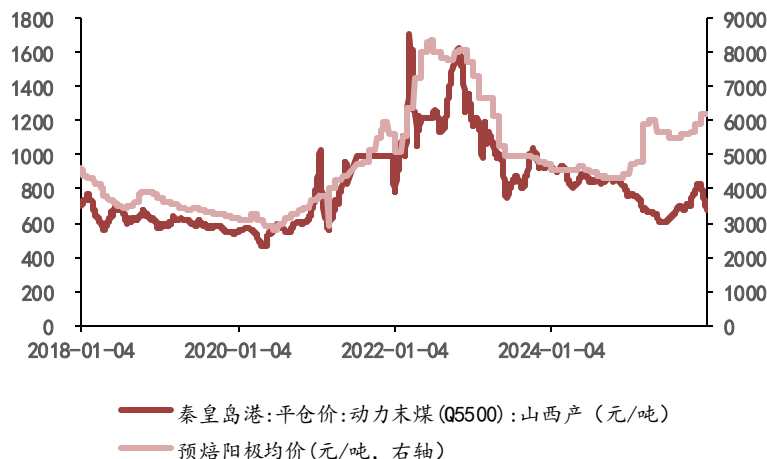
西南产能成为产量变动主要影响因素



3.1 铝：原料过剩、下游易扩张，行业利润向冶炼端富集

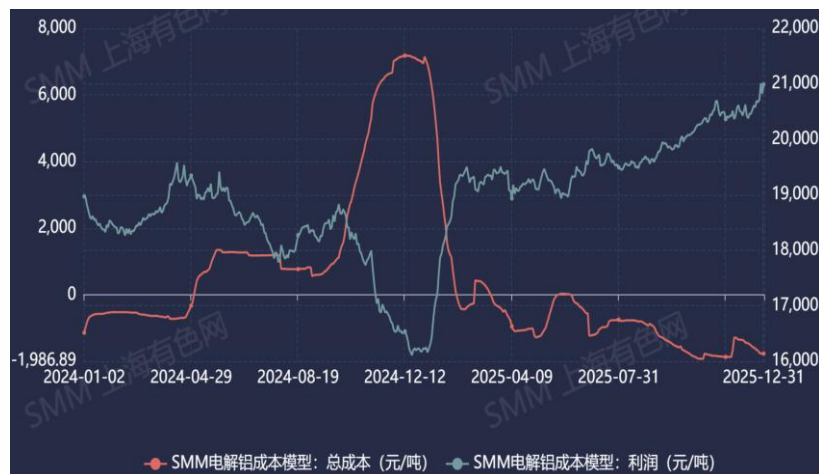
原料端格局偏过剩，下游产能扩张难度低，铝产业链利润长期向冶炼端富集。电解铝主要的原料成本为氧化铝、能源和预焙阳极，其中国内氧化铝和预焙阳极格局偏向过剩，价格多跟随各自成本波动，今年以来两项原材料价格持续下行，加之能源价格的下移，电解铝成本持续降低，根据SMM数据，2025年行业平均利润维持在3836元/吨以上。长期来看，冶炼端天花板已至，上游原料端供需格局偏过剩，下游粗加工行业进入壁垒低，铝价+加工费的定价模式固定，铝产业链利润有望长期向冶炼端富集。

电解铝主要原料成本价格



数据来源: wind, 西南证券整理

电解铝行业成本及利润情况



数据来源: SMM, 西南证券整理

3.1 铝：长期供需缺口扩大，铝价中枢有望阶梯式上移

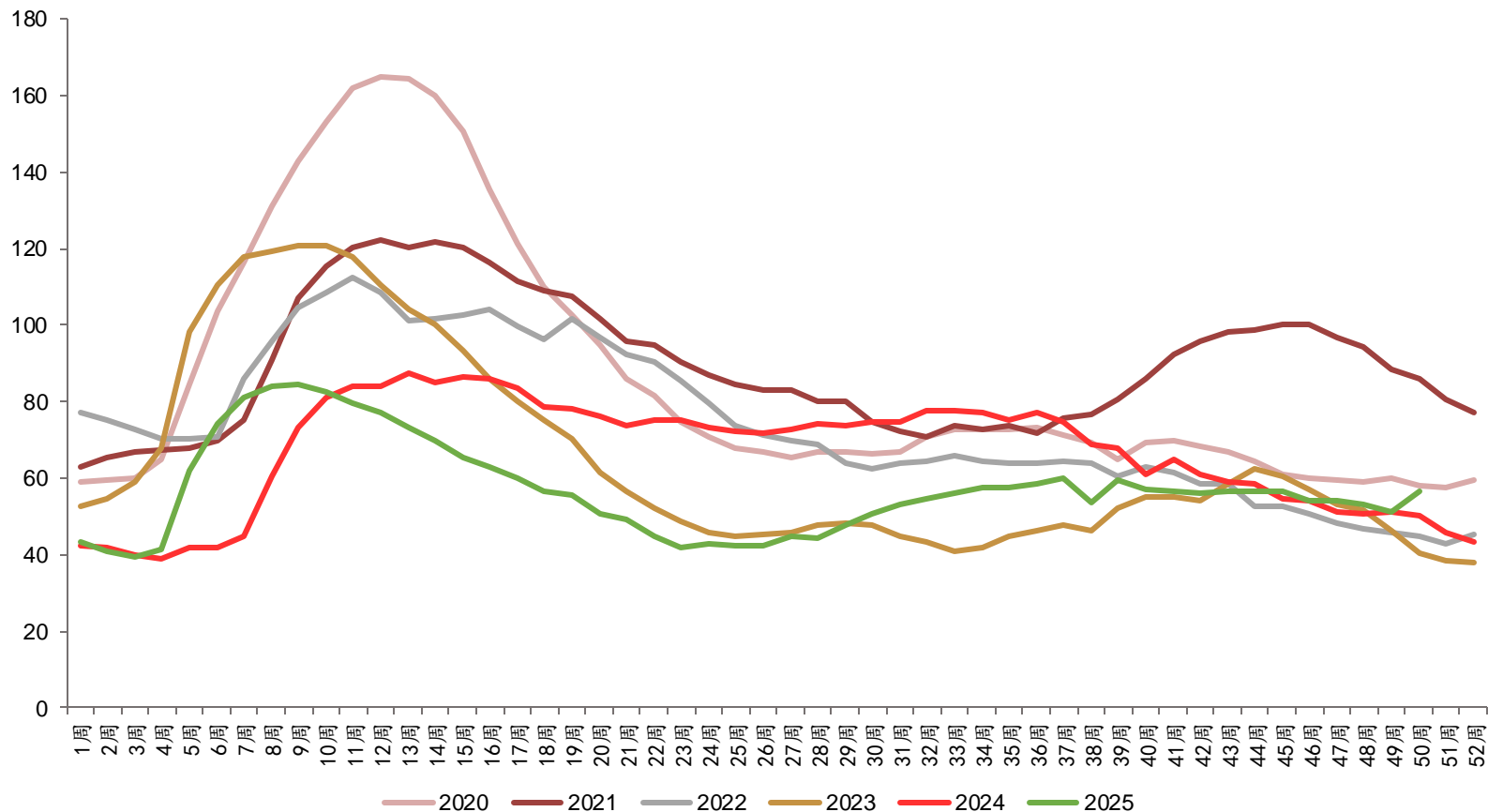
紧平衡格局对价格形成强支撑，长期供需缺口放大。受益于光伏及新能源汽车的高景气，电解铝明显去库，平衡表预测年内电解铝出现短缺，库存仍将维持历史低位，对价格形成强支撑。2026年假定西南地区来水中性，产量增速1%，考虑到房地产前端向后端的负反馈及光伏抢装结束增速回落的风险，测算国内电解铝需求增速4.0%，电解铝从紧平衡格局转为紧缺，库存端压力有限。远期来看，国内电解铝冶炼天花板已至，海外冶炼产能建设进度较慢，光伏和汽车轻量化将带给需求稳定的高增速，电解铝供需缺口将逐渐扩大，铝价和行业利润保持向上。

中国铝供需平衡表

	2022	2023	2024	2025E	2026E
国内需求（万吨）	3697	4178	4194	4336	4509
yoy	0.7%	13.0%	0.4%	3.4%	4.0%
外部需求（万吨）	405	284	340	374	412
yoy	18.1%	-30.0%	20.0%	10.0%	10.0%
总需求（万吨）	4102	4462	4534	4710	4921
yoy	2.2%	8.8%	1.6%	3.9%	4.5%
原铝产量（万吨）	4021	4159	4339	4382	4426
yoy	4.4%	3.4%	4.3%	1.0%	1.0%
原铝进口（含抛储）	48	154.31	213.7	200	200
总供给（万吨）	4069	4314	4552	4582	4626
供需缺口（万吨）	-33	-148	18	-128	-295

3.1 铝：库存低位且持续去化，宏观预期弱微观表现强

中国：电解铝：周度库存（万吨）

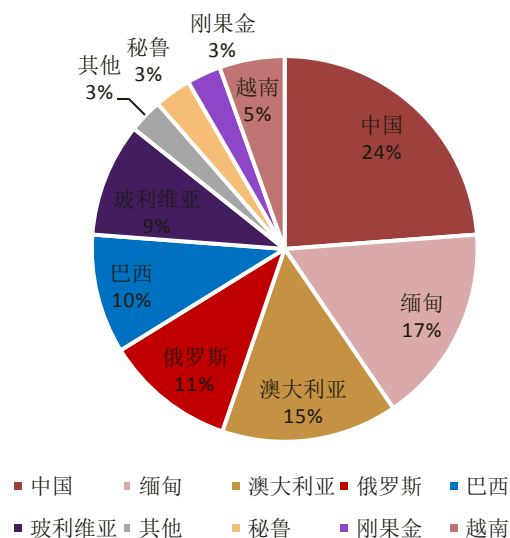


3.2 锡：矿山端“三巨头”主导，供给日趋乏力

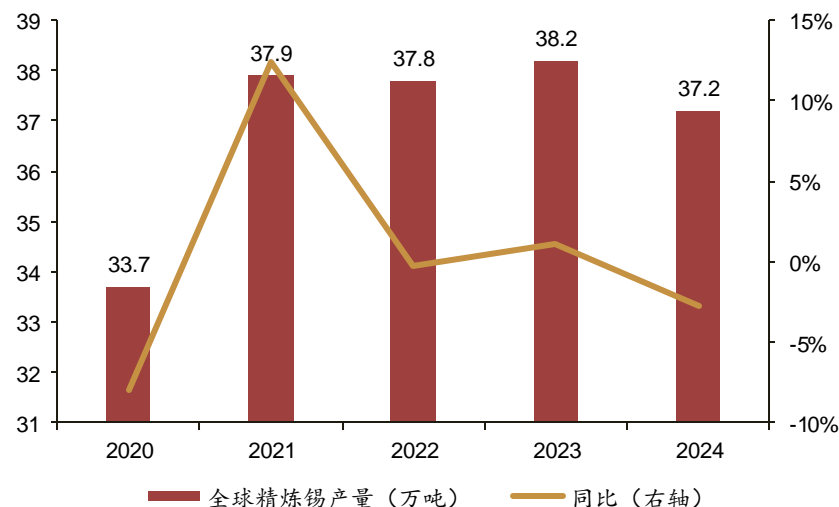
全球锡资源主要分布在中国、缅甸、澳大利亚，这三个国家的储量占全球储量总量的56%。根据USGS，2024年全球锡储量约为420万吨。其中，中国锡储量100万吨，占全球总储量的23.8%，位居世界首位。缅甸、澳大利亚的锡储量分列二三位，分别为70万吨和62万吨，储量占比为16.7%和14.8%。

全球精炼锡产量主要集中在中国。根据ITA，2024年全球精炼锡产量37.2万吨，同比-2.6%；中国以18.4万吨的精炼锡产量居全球之首，占全球精炼锡总产量的49%。

2024全球锡储量地区分布



全球精炼锡产量（万吨）



数据来源：USGS，西南证券整理

数据来源：ITA，西南证券整理

3.2 锡：半导体+光伏焊带打开锡需求新增长空间

半导体行业发展前景较为广阔。现如今，电子产品更偏向小轻薄，虽然单个产品的锡耗量有所下降，但基于行业整体增速高，锡焊料用量仍保持上涨。因此，伴随汽车电子、5G等产业发展，半导体消费发展前景广阔，锡焊料的需求有望保持增长。2025年3月全球半导体销售额达1677亿美元，同比+21.8%。作为半导体的重要组成部分，截至2025年12月，我国集成电路产量累计达4843亿块，同比+10.9%。

1MW光伏组件所需锡金属量约为105kg。据ITA数据显示，1MW光伏电池所需光伏焊带约500kg，且焊料占焊带重量的35%左右。考虑到主流焊料中锡占比约60%，以此为依据，1MW光伏组件所需锡金属的量约为105kg。以此推算，2025年光伏行业用锡量将升至6.3万吨，到2026年增至7.0万吨，光伏领域积极拉动锡需求。

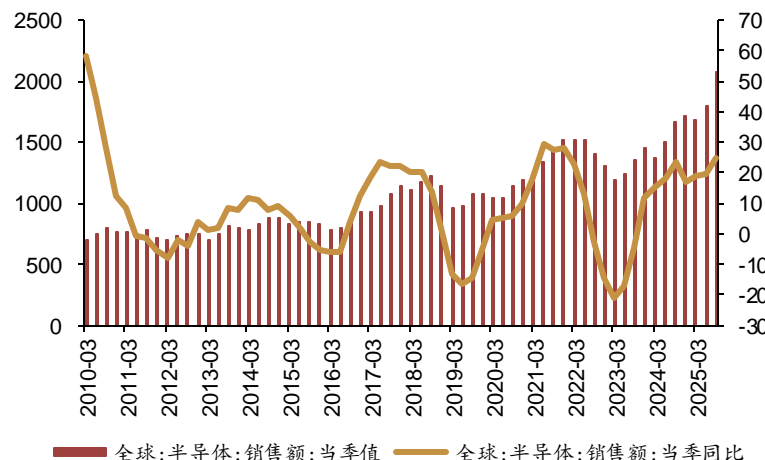
全球光伏行业耗锡量测算

	2023	2024	2025E	2026E
光伏新增装机量 (GW)	446	530	596	665
单位MW光伏组件所需光伏焊带量 (kg/MW)	500	500	500	500
焊料在焊带中占比	35%	35%	35%	35%
焊料中锡金属占比	60%	60%	60%	60%
单位MW光伏组件所需锡金属量 (kg/MW)	105	105	105	105
单位GW光伏组件所需锡金属量 (吨/GW)	105	105	105	105
光伏行业耗锡量 (吨)	46830	55650	62580	69825
YOY	83.54%	18.83%	12.45%	11.58%

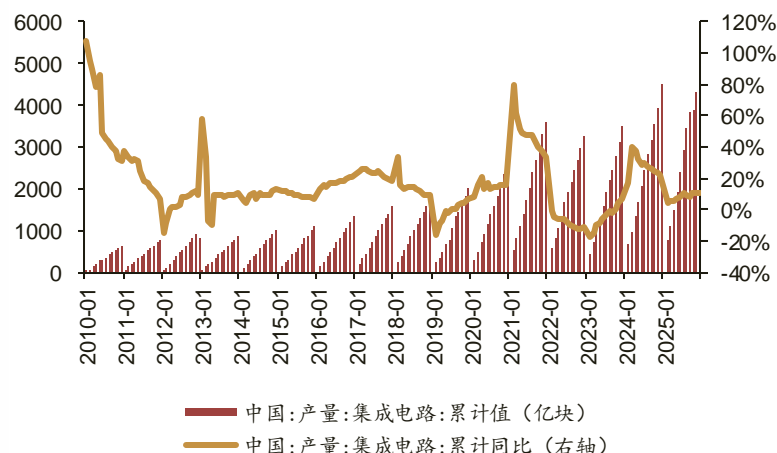
www.swsc.com.cn

数据来源：CPIA，ITA，西南证券整理

全球半导体销售额 (亿美元)



我国集成电路当月产量及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 锡：供需趋紧，锡价有望进入上行周期

供给端方面，全球矿端资源禀赋下降，供给端缺乏弹性。全球锡矿品位不断下降，其中中国、印尼地区产量小幅增长，缅甸地区受禁令影响产量大幅下滑，其他地区基本无新投产项目，故我们预计2025-2026年全球锡供给增速分别为2.0%/2.9%。需求端方面，光伏焊带和半导体为锡消费增添了新的活力，我们假设2025-2026年锡焊料需求增速分别为7%/8%。因此，锡的供给缺口将长期存在。根据测算，预计2025-2026年锡供需缺口分别为0.3/1.7万吨。我们认为供需紧缺有望推动锡价持续上涨。

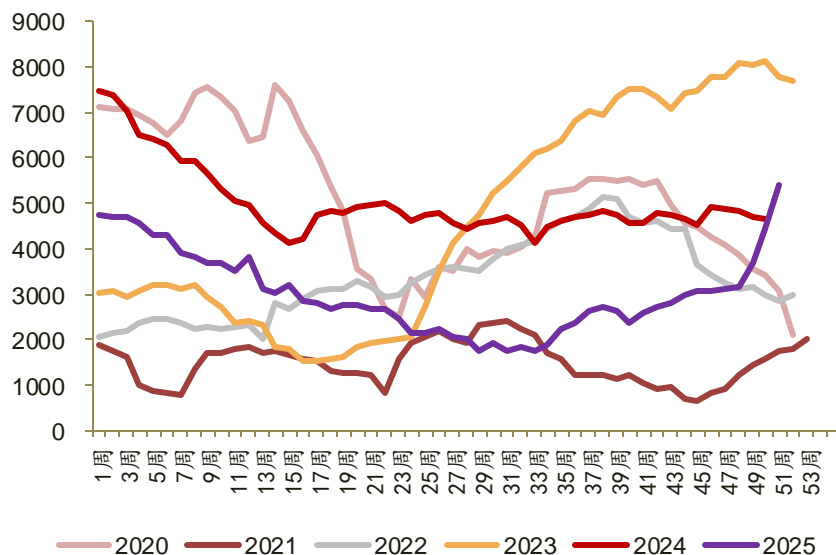
锡全球供需平衡表

单位 (万吨)	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球锡供给量	38.0	37.1	37.7	38.5	39.6
yoy	0.3%	-2.6%	1.8%	2.0%	2.9%
中国	16.9	17.4	17.9	18.5	19.2
yoy	9.7%	3.0%	3.0%	3.0%	4.0%
印尼	7.3	7.5	7.8	8.0	8.2
yoy	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.0%
缅甸	2.8	2.8	2.8	2.8	3.0
yoy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.0%
其他地区	3.5	4.0	3.9	3.8	3.7
yoy	-39.3%	13.9%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
再生锡	7.5	5.3	5.4	5.4	5.5
yoy	10.3%	-29.3%	1.0%	1.0%	2.0%
全球锡消费量	37.1	36.0	37.3	38.8	41.3
yoy	-5.1%	-2.9%	3.5%	4.0%	6.4%
锡焊料	19.1	20.2	21.4	22.9	24.8
yoy	6.0%	6.0%	6.0%	7.0%	8.0%
锡化工	6.2	6.3	6.5	6.6	6.7
yoy	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
马口铁	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3
yoy	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
铅酸电池	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
yoy	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其他	4.3	1.9	1.7	1.6	2.0
yoy	-45.3%	-56.1%	-7.0%	-10.9%	28.6%
供需平衡	0.9	1.0	0.4	-0.3	-1.7

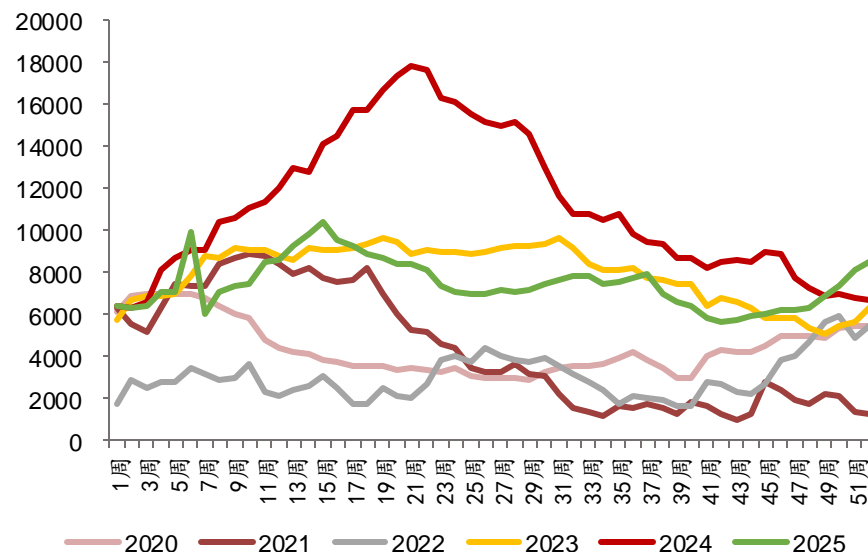
3.2 锡：沪伦两市锡库存小幅增加

锡锭整体库存水平处于历史正常水平。截至2025年12月31日，LME锡锭库存为5420吨，上期所锡锭库存为7477吨，总计12897吨，相较于去年同期的11649吨，增加了1248吨。

伦锡周度库存（吨）



沪锡周度库存（吨）



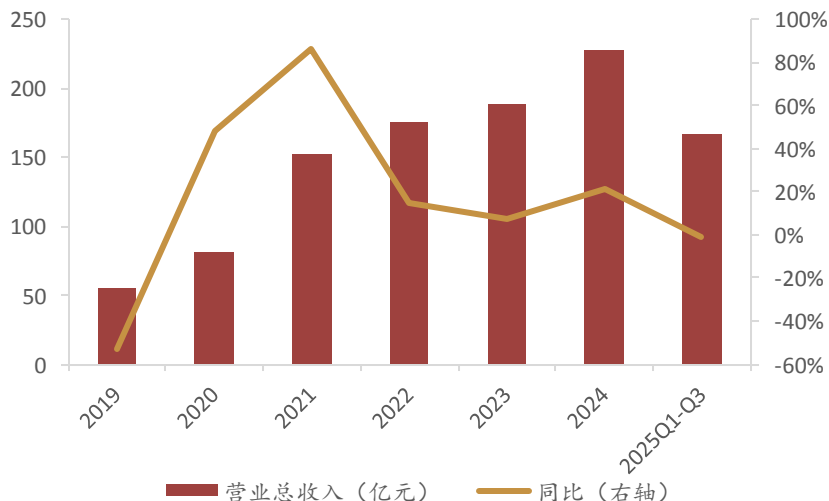
相关标的：中孚实业（600595）

行业层面：电解铝长期供需缺口放大，铝价中枢有望阶梯式上移。国内电解铝冶炼天花板已至，海外冶炼产能建设进度较慢，光伏和汽车轻量化将带给需求稳定的高增速，电解铝供需缺口将逐渐扩大，铝价和行业利润保持向上。

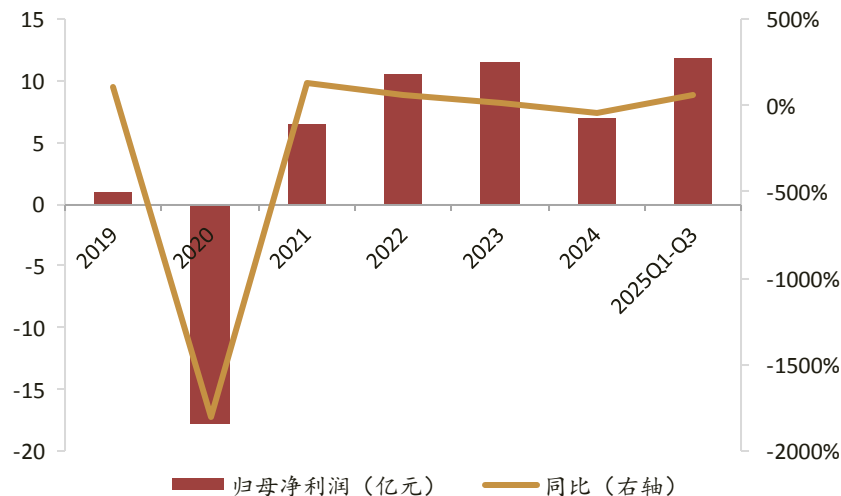
公司层面：1) **成本压力缓解，盈利能力增强。** 氧化铝价格大幅下跌，同时，2025年四川电力交易规则再度调整，电力用户不再打捆配置非水电量，公司预计全年平均结算电价将大幅降至0.45-0.48元/度。2) **高比例分红彰显公司发展信心。** 2025年4月，公司公布2025-2027年股东分红回报计划，计划在未来三年每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的60%，股息率水平有望大幅提升。

风险提示：铝价大幅下跌风险，云南电力供应严重不足风险。

2019年-2025Q3公司营收及同比



2019年-2025Q3公司归母净利润及同比



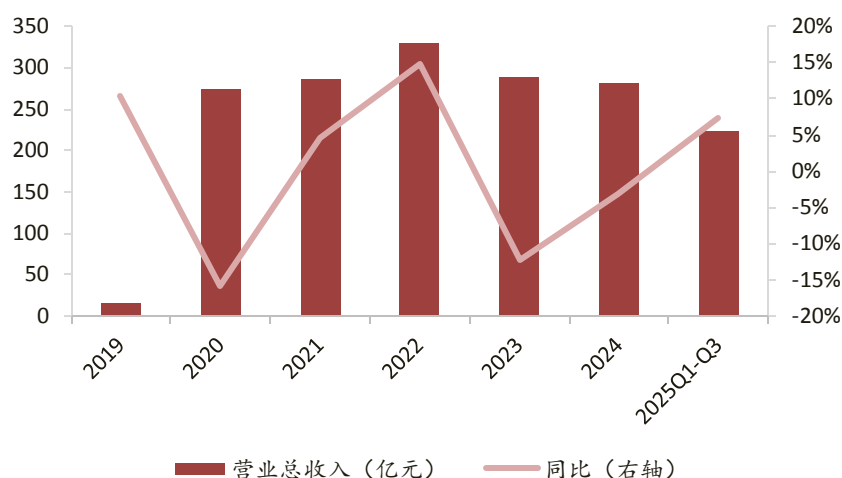
相关标的：天山铝业（002532）

行业层面：电解铝长期供需缺口放大，铝价中枢有望阶梯式上移。国内电解铝冶炼天花板已至，海外冶炼产能建设进度较慢，光伏和汽车轻量化将带给需求稳定的高增速，电解铝供需缺口将逐渐扩大，铝价和行业利润保持向上。

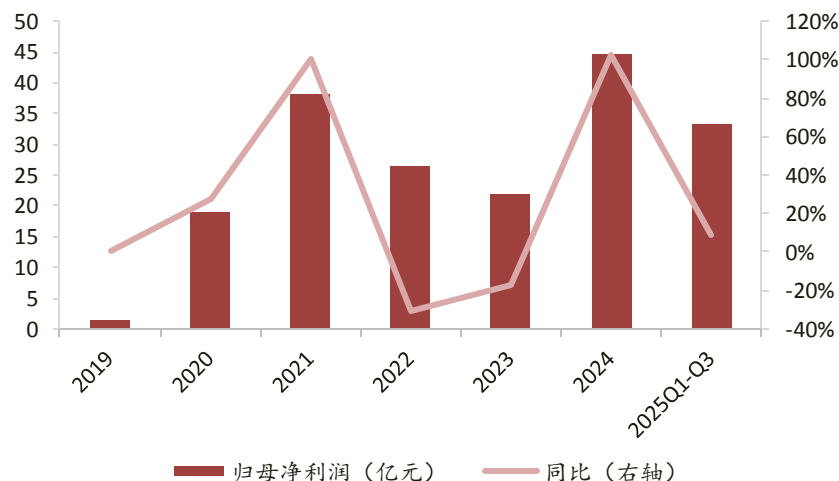
公司层面：铝全产业链布局，增强盈利能力：公司形成了从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、电池铝箔研发制造的上下游一体化，冶炼产能位于低能源成本的新疆地区，和同行相比仍具备成本优势。广西250万吨/年在产氧化铝产能，且有铝土矿资源保障；在印尼投建200万吨/年产能。矿山端在印尼收购三个铝土矿开采权，投产后与印尼氧化铝产能实现区域协同；在几内亚年产600万吨/年铝土矿已投产，随着海外铝土矿的持续供应，布局完成后，公司铝土矿年产量可达到700万吨，完全满足公司 250 万吨氧化铝产能的原料需求，夯实氧化铝盈利能力。

风险提示：铝价格下跌风险，电池铝箔、氧化铝产能释放不及预期风险，海外运营风险。

2019年-2025Q3公司营收及同比



2019年-2025Q3公司归母净利润及同比



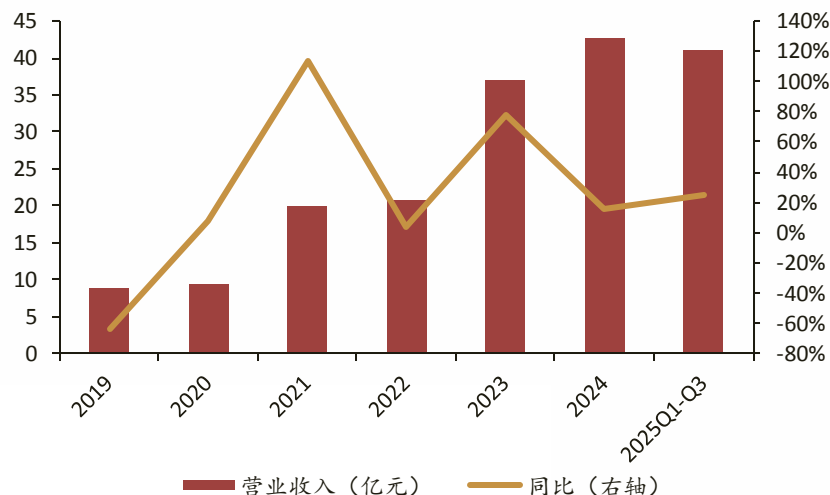
相关标的：兴业银锡（000426）

行业层面：美联储降息预期背景下，银锡价格中枢有望持续抬升。

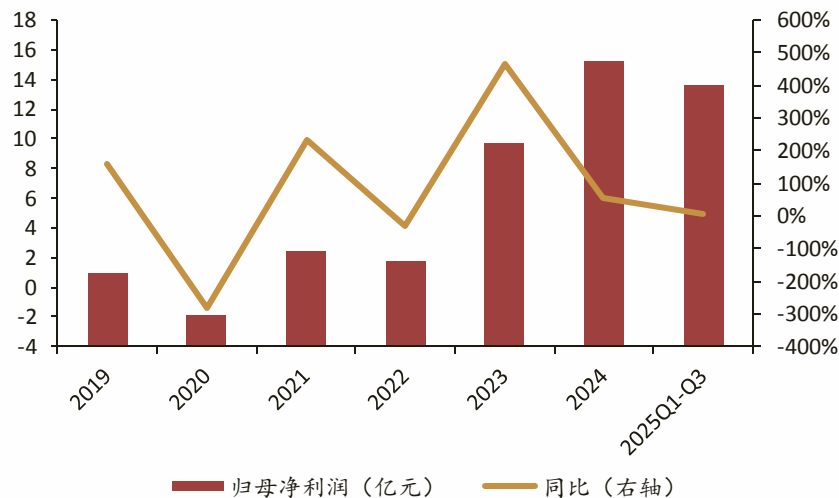
公司层面：1) 矿产资源丰富，储量规模较大。目前，公司旗下拥有12家矿业子公司，其中银漫矿业为国内最大的白银生产矿山之一，锡精矿产量全国排名第二位；宇邦矿业单体银矿储量排名位列亚洲第一位，全球第五位。2) 加快推进银漫矿业二期建设，加大布局黄金资源。银漫二期项目预计27年投产，公司产能大幅提升，公司加快黄金资源开发。

风险提示：白银价格大幅下跌风险，下游需求复苏或不及预期，缅甸复产超预期风险，矿山事故风险。

2019年-2025Q3公司营收及同比



2019年-2025Q3公司归母净利润及同比



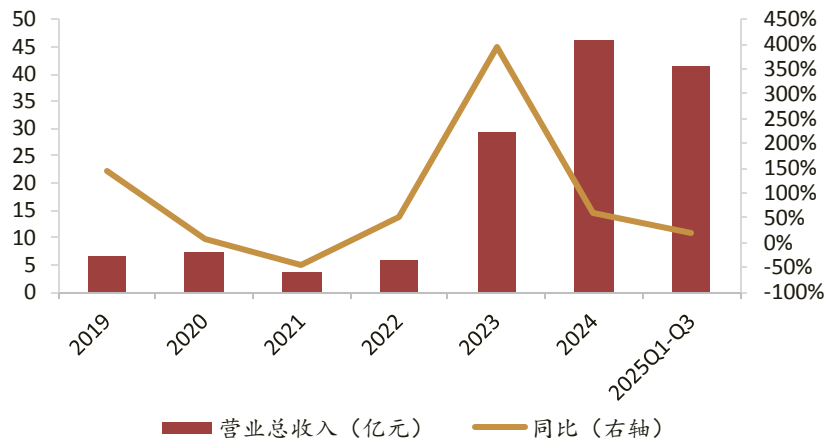
相关标的：华锡有色（600301）

行业层面：锡锑价格中枢有望持续抬升。全球锡锑资源禀赋不断下滑，供给缺乏弹性，下游需求保持高景气，价格中枢有望持续抬升。

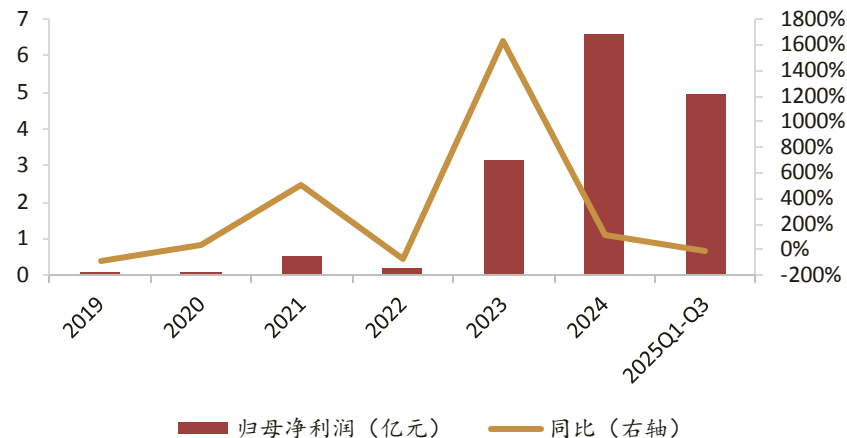
公司层面：1) **推进资源增储，夯实资源保障。**公司加速推进广西南丹县铜坑矿区锡锌矿矿产资源开发项目、高峰公司100+10号矿体深部开采工程项目等一系列扩产项目。2) **加快推进五吉矿业资产注入。**根据控股股东承诺，2026年河池五吉将有望装入上市公司体内，有望提升公司锑金属产量。

风险提示：锡锑价格大幅下跌风险，下游需求复苏或不及预期，缅甸复产超预期风险，矿山事故风险。

2019年-2025Q3公司营收及同比



2019年-2025Q3公司归母净利润及同比



目 录

◆ 1 回顾：资源股铜金铝锡涨幅明显，加工板块估值低位

◆ 2 分母端铜金银：美元信用下滑背景下持续看多铜金银

◆ 3 分子端铝锡钨：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视

◆ 4 新能源相关：反内卷初见成效，关注趋势机会

◆ 5 风险提示

4.1 锂：资源端供应多元化，澳非矿山和南美盐湖增量明显

2024-2026 年锂供给（折合碳酸锂当量）总量分别为 131.0/155.1/177.5 万吨，YOY+30.8%/+18.4%/+14.4%；其中国外矿山（澳洲+非洲）2024-2026 年锂供应增速+28.7%/+26.2%/+16.0%，国内矿山（川矿）2024-2026 年锂供应增速+36%/+124%/+18%，南美盐湖 2024-2026 年锂供应增速+39.3%/+22.2%/+6.3%，国内盐湖 2024-2026 年锂供应增速-21.0%/+31.0%/+40.6%，锂云母 2024-2026 年锂供应增速+66.5%/-22.2%/+10.0%。

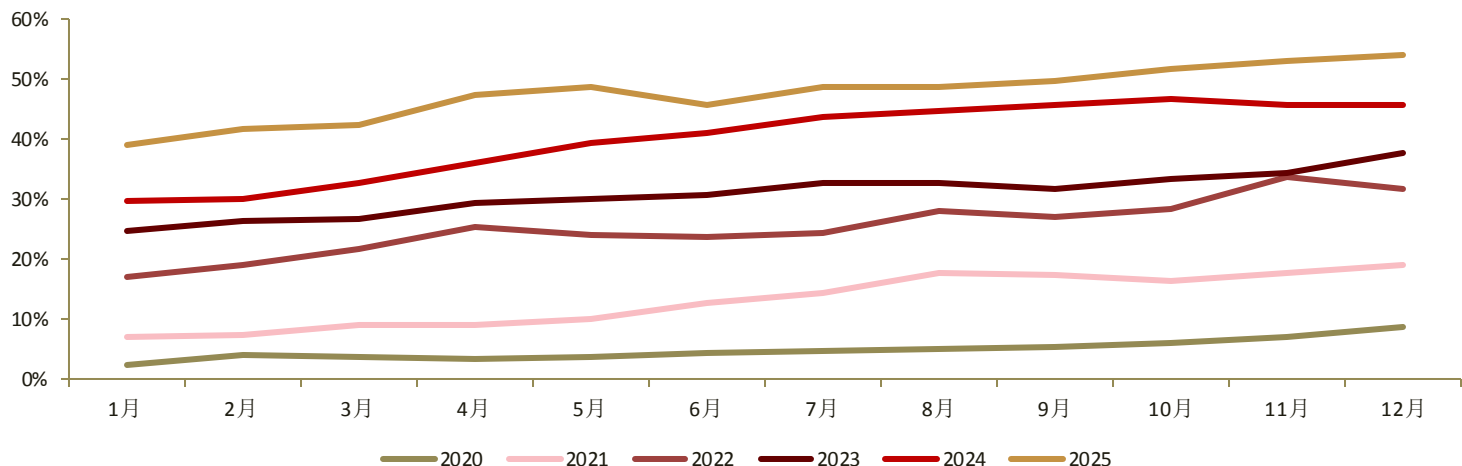
2022-2026年全球锂供应情况（单位：万吨LCE）

	2022	2023	2024	2025E	2026E
国外矿山	26.3	37.6	48.4	61.1	70.9
中国矿山	2	2.5	3.4	7.6	9.0
南美盐湖	25.4	30.3	42.2	51.6	54.8
国内盐湖	8.6	14.3	11.3	14.8	20.8
锂云母	10.0	15.4	25.7	20.0	22.0
总计	72.4	100.2	131.0	155.1	177.5
YOY	32.35%	38.37%	30.80%	18.38%	14.45%

4.1 锂：新能源汽车增速可期，储能高速增长

新能源汽车及储能行业发展迅速，2025年中国新能源汽车零售渗透率为53.9%。2026年新能源汽车有望在以旧换新政策和半固态电池商业化元年的加持下持续发力，考虑到电化学储能高增速以及消费电子持续复苏，我们假设2026年储能和消费电子领域增速分别为50%、10%。综上，我们预计2026年全球锂需求总量为166.3万吨LCE，同比+20%。

中国新能源汽车渗透率



2022-2026年全球锂需求情况（万吨LCE）

	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球新能源车锂需求	36.0	50.0	62.6	81.3	101.6
储能锂需求	4.2	5.4	7.0	9.0	13.6
消费电子锂需求	6.3	6.5	7.1	7.9	8.6
传统应用	15.2	15.9	17.5	18.4	19.3
其他	14.2	20.0	21.0	22.0	23.1
总计	75.8	97.8	115.1	138.6	166.3
YOY	27.6%	29.0%	17.8%	20.4%	20.0%

4.1 锂：下游需求高景气将逐步熨平产能周期

2026年下游新能源汽车在以旧换新政策和半固态商业化元年的加持下有望依然保持较快增速，储能保持高速增长，但全球供应释放集中在24-25年，预计2025-2026年将分别出现16.5/11.2万吨LCE的供给过剩。

2021-2026全球锂供需情况（万吨LCE）

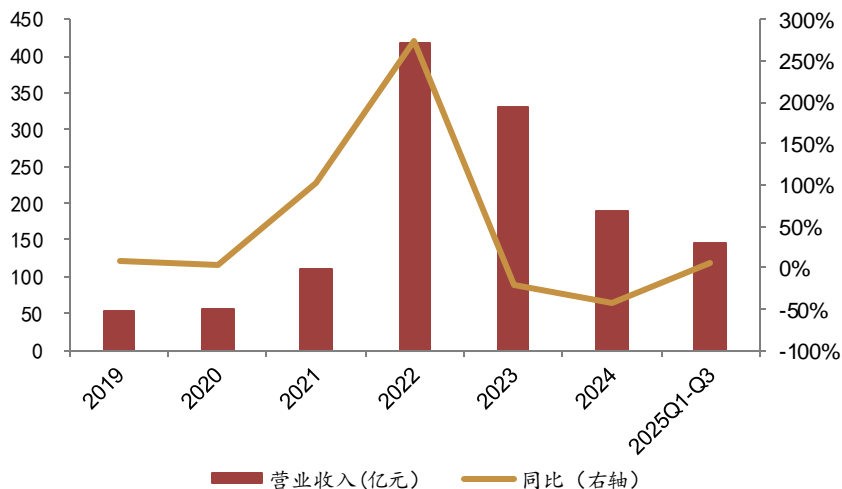
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
供给端						
国外矿山	20.1	26.3	37.6	48.4	61.1	70.9
中国矿山	2	2	2.5	3.4	7.6	9.0
南美盐湖	18.0	25.4	30.3	42.2	51.6	54.8
国内盐湖	7.5	8.6	14.3	11.3	14.8	20.8
锂云母	7.2	10.0	15.4	25.7	20.0	22.0
总计	54.7	72.4	100.2	131.0	155.1	177.5
需求端						
新能源汽车	25.9	36.0	50.0	62.6	81.3	101.6
储能电池	3.0	4.2	5.4	7.0	9.0	13.6
消费电子	6.1	6.3	6.5	7.1	7.9	8.6
传统应用	14.4	15.2	15.9	17.5	18.4	19.3
其他	10.0	14.2	20.0	21.0	22.0	23.1
总计	59.4	75.8	97.8	115.1	138.6	166.3
供需缺口/过剩 (-/+)	-4.7	-3.4	2.4	15.9	16.5	11.2

相关标的：赣锋锂业（002460）

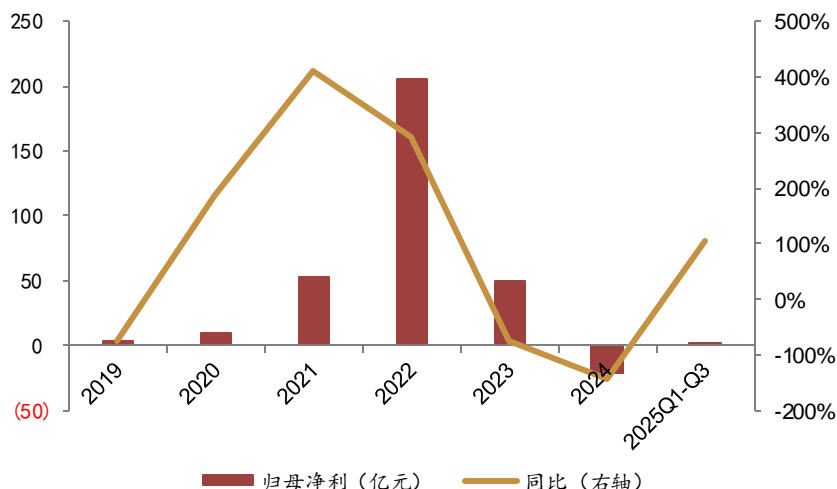
公司矿端迎来密集投产期，锂盐项目积极调整项目建设重心。1) 阿根廷Cauchari-Olaroz盐湖项目一期已投产，二期项目首条5000吨中试线已明确启动，预计建设周期约一年；2) 公司马里Goulamina项目进展顺利，2026年将满产运营，为公司提供优质且低成本的锂精矿；3) 阿根廷Mariana锂盐湖项目一期规划年产能2万吨氯化锂生产线于2025年2月正式投产，公司将加快项目产能爬坡进度，预计2025年下半年起Mariana项目将逐步稳定供应氯化锂产品。

风险提示：海外政策变动风险，在建项目或不及预期风险，下游需求或不及预期风险。

2019年-2025Q3公司营收及同比



2019年-2025Q3公司归母净利润及同比



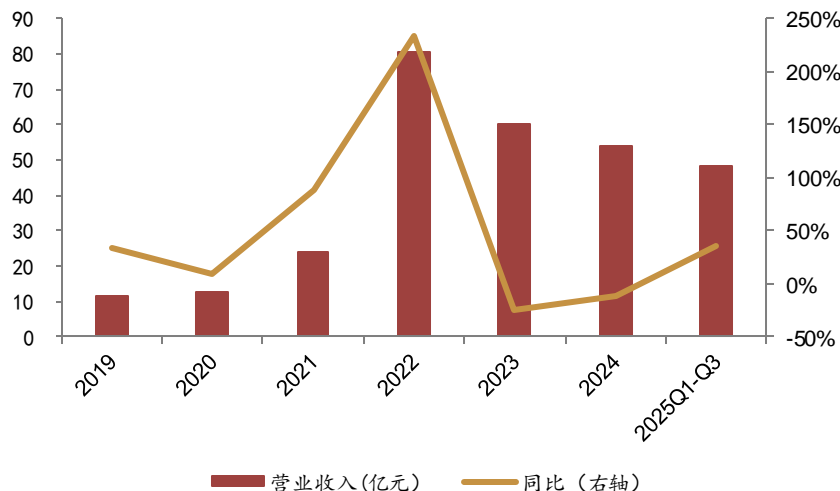
相关标的：中矿资源（002738）

资源自给率大幅提升，提升锂盐一体化盈利能力。公司冶炼端拥有江西中矿锂业2.5万吨/年和3.5万吨/年生产线，均为电池级碳酸锂和电池级氢氧化锂的柔性生产线，可根据客户需求自主调整产成品。公司Bikita 200万吨/年（透锂长石）改扩建工程项目和200万吨/年（锂辉石）建设工程项目已实现稳定生产，公司目前合计拥有418万吨/年选矿产能和6.6万吨/年电池级锂盐产能，公司锂资源自给率大幅提高。

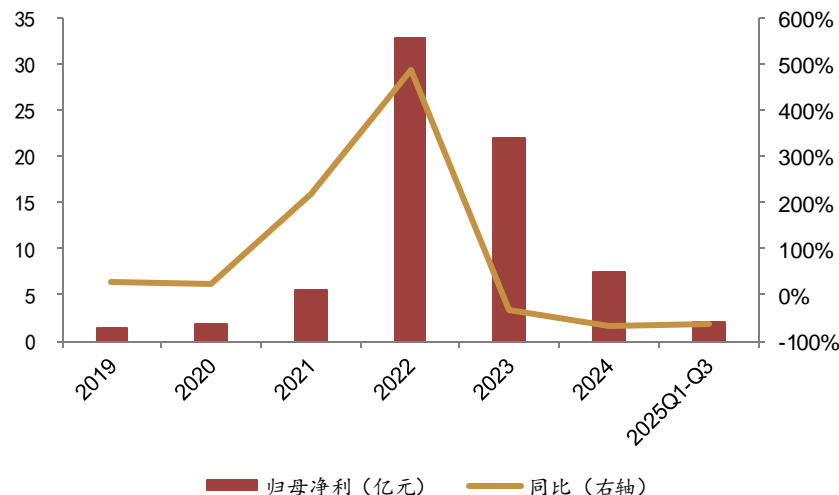
公司布局多金属业务，加快推进铜、锗项目建设。2024年7月，公司收购赞比亚Kitumba铜矿项目65%股权，启动了投资建设Kitumba铜矿采选冶一体化项目，采选工程项目设计规模为原矿350万吨/年，冶炼项目设计产能为阴极铜6万吨/年，项目整体建设进度按计划正常推进。2024年8月，公司收购纳米比亚Tsumeb项目98%股权，启动了投资建设20万吨/年多金属综合循环回收项目，设计产能为锗锭33吨/年、工业镓11吨/年、锌锭1.09万吨/年，项目于25年点火投产。多金属综合循环回收项目建设将为公司中长期发展提供新的利润增长点。

风险提示：海外政策变动风险，在建项目或不及预期风险，下游需求或不及预期风险。

2019年-2025Q3公司营收及同比



2019年-2025Q3公司归母净利润及同比



目 录

◆ 1 回顾：资源股铜金铝锡涨幅明显，加工板块估值低位

◆ 2 分母端铜金银：美元信用下滑背景下持续看多铜金银

◆ 3 分子端铝锡钨：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视

◆ 4 新能源相关：反内卷初见成效，关注趋势机会

◆ 5 风险提示

5 风险提示

- ✓ 经济复苏不达预期风险
- ✓ 行业产能投放过快风险
- ✓ 金属价格大幅下跌风险

分析师：黄腾飞
执业证号：S1250523070010
电话：13651914586
邮箱：htengf@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部 经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售岗	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn				
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn				
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn