

大跌之后，沪锌何去何从——附历年春节累库及涨跌幅复盘

行业策略报告

摘要：

- 近期沪锌震荡下跌，重心由25000左右下行至24000以下，期间一度跌破整数关口支撑，追溯行情走势原因，一方面，基本面矿端库存累增，内外矿TC回暖削弱成本支撑；锭端现货虽仍然紧缺，但市场主要计价逻辑在弱预期，也即春节前累库为必然事件；另一方面，宏观一侧美国经济数据韧性较强，叠加特朗普关税政策扰动，美元高位施压，利空因素交叉下锌价跌幅明显。从相对估值来看，当前锌价与铜/铝价的比值仍处于相对偏高的位置，由此也一定程度上限制了短时锌价反弹的空间。
- 往后看，我们预计春节期间累库幅度达到10-11万吨左右，相较历年同期处于相对低位，3月预计在消费的回归下仍将呈现小幅去库或紧平衡状态，在历年低位的社库加持下，预计锌价支撑尚可。
- 复盘近5年春节前后6周沪锌社库及价格表现，历年最大回撤率达到7.29%，考虑到25年库存基数及累库幅度或不及历年同期，以1月6日24490的收盘价为基准往下4%-5%的最大回撤或相对计价合理，当前已基本接近下限，短时空单可考虑逢低逐步止盈。
- 预计一季度锌价运行区间23000-25000元/吨，春节假期前后偏弱运行为主，2月中下旬或有反弹机会，节前空单逢低逐步止盈为主，节后下游加工企业可考虑在区间下沿逢低采买锌锭，适度布多03合约等待消费回归，稳妥者亦可选择卖出03看跌23000左右的期权。

作者姓名：王贤伟
邮箱：wangxianwei@csc.com.cn
电话：023-81157343
期货交易咨询从业信息：Z0015983

研究助理：刘城鑫
期货从业信息：F03130820

发布日期：2025年1月15日

目录

一、行情回顾	3
二、估值端：相较铜铝估值偏高，易作为节前空配选择	4
三、基本面：补库收尾累库渐进，节后或逐步改善	12
3.1、原料端：加工费回暖，节后涨势或放缓	12
3.2、冶炼端：假期正常生产，一季度锌锭供应环比增量为主	13
3.3、需求端：1月中旬后消费转淡，2-3月补库空间尚存	14
四、复盘及后市展望	17



图表目录

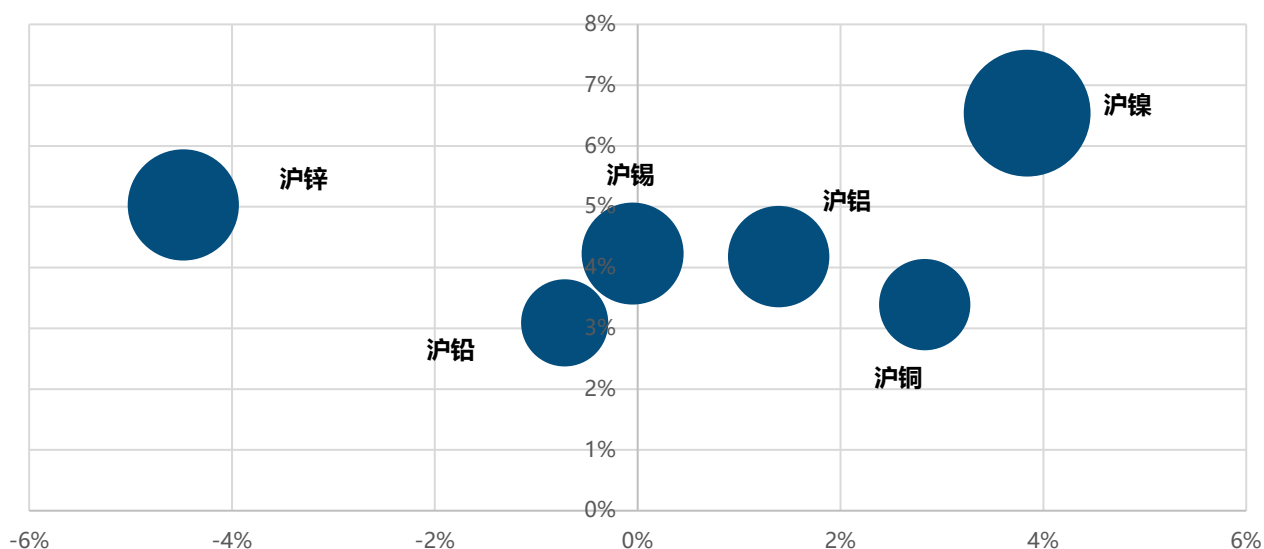
图 1：近期沪锌跌幅位列有色之最	3
图 2：12 月美国制造业 PMI 仍处于荣枯线以下	6
图 3：国内制造业 PMI 处于扩张区	6
图 4：锌相对铜估值仍然偏高	11
图 5：相较于金价却不然	11
图 6：近期 TC 加工费明显回暖	12
图 7：去年末以来锌矿累库为主	12
图 8：港口+炼厂原料锌矿库存不及去年同期（金属吨）	13
图 9：冶炼利润较联合减产时期已明显修复	13
图 10：1-2 月部分炼厂减复产情况	14
图 11：25 年国内炼厂投产情况	14
图 12：24 年末迎来镀锌开工尚可	15
图 13：今年镀锌厂节前备货情况与往年相比不佳	15
图 14：镀锌企业春节放假 14 天左右	15
图 15：历年春节沪锌社库累库幅度及涨跌幅统计（万吨/%）	17

一、行情回顾

近期沪/伦锌震荡下跌，重心由 25000 左右下行至 24000 以下，期间一度跌破整数关口支撑，复盘行情走势原因，一方面，基本面矿端库存累增，内外矿 TC 回暖削弱成本支撑；锭端现货虽仍然紧缺，但市场主要计价逻辑在弱预期，也即春节前累库为必然事件；另一方面，宏观一侧美国经济数据韧性较强，叠加特朗普关税政策扰动，美元高位施压，利空因素交叉下锌价跌幅明显。从相对估值来看，当前锌价与铜/铝价的比值仍处于相对偏高的位置，由此也一定程度上限制了短时锌价反弹的空间。

展望一季度后续行情，基本面矿端补充情况以及春节假期累库情况或为交易重点，宏观面则主要关注特朗普政策的兑现情况以及再通胀预期能否形成。

图 1：近期沪锌跌幅位列有色之最



数据来源：iFind，中信建投期货

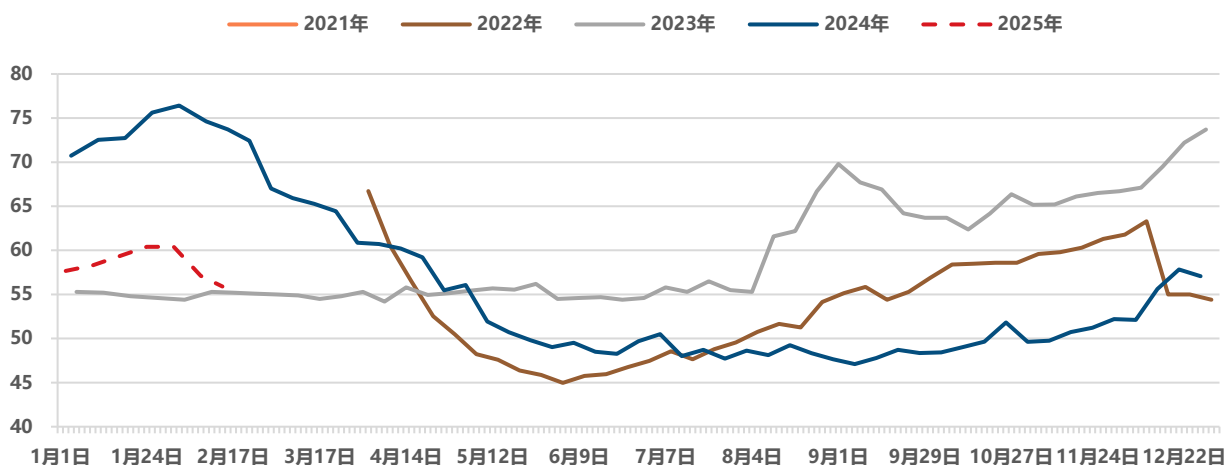
注：数据时间范围为 2025.1.6-1.15，横轴代表涨跌幅，纵轴代表振幅，气泡大小为振幅绝对值

二、估值端：相较铜铝估值偏高，易作为节前空配选择

选取与锌需求结构类似的有色金属，以及降息周期中同频共振的黄金等品种价格数据作 95% 概率分位统计；考虑到锌需求结构不及铜铝，近年来多处于区间下沿，而当前估值则相对偏高。不过相较于黄金及其他大宗商品目前锌估值或处于中偏低位置。既然方向不同，那么应该如何评估几类比价的重要程度呢？我们理解在降息周期的背景下，锌宏观属性跟随有色为主，而若能开启类似 24 年 3-4 月份的再通胀交易，则在铜油比及铜金比等相对估值交易引导下，锌才能打通与其他大宗的估值修复通道。

考虑到 24 年时地缘政治扰动、通胀预期走高叠加全球制造业 PMI（尤其是中美）回暖才有相应的再通胀计价，目前虽然前二者在特朗普近期发言和关税政策预期下逐步符合，但 12 月美国制造业 PMI 仍处于荣枯线以下，条件尚不成熟，因此锌与铜铝的比值参考意义更大。即便近期铜铝均有反弹而锌沉寂良久，从比值看锌铝/铜比距离 95% 概率区间下沿尚有空间。在基本面春节假期累库预期逻辑相似的情况下，锌易作为空配选择。

图 1：复工后冶炼厂原料库存开始下滑（万金属吨）



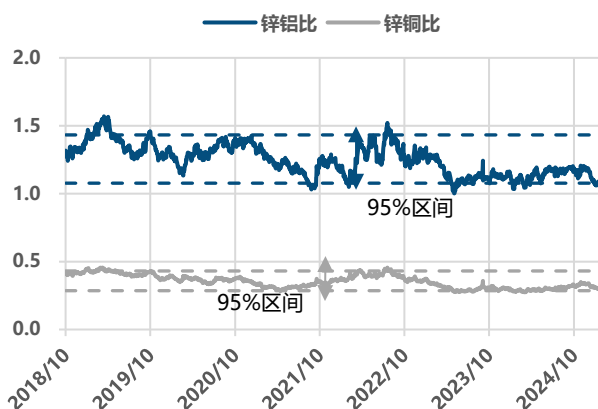
数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 2：终端工地节后消费恢复慢于历年同期

指标	开复工率					劳务上工率				
时间	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
正月初一时间	2月12日	2月1日	1月22日	2月10日	1月29日	2月12日	2月1日	1月22日	2月10日	1月29日
第1期(正月初十)	17.5%	27.3%	10.5%	13.0%	7.4%	23.5%	25.7%	14.7%	15.5%	11.8%
第2期(正月十七)	48.6%	51.0%	38.4%	39.9%		48.7%	60.2%	43.3%	38.1%	
第3期(正月廿四)	86.9%	69.6%	76.5%	62.9%		83.6%	70.8%	68.2%	57.5%	
第4期(二月初二)	93.8%	80.4%	86.1%	75.4%		96.9%	81.2%	83.9%	72.4%	

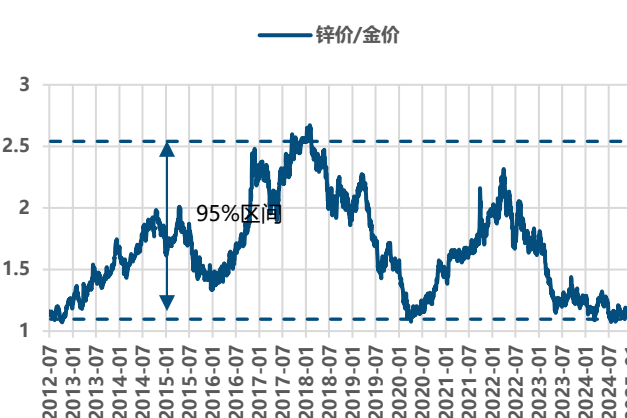
数据来源：百年建筑网，中信建投期货

图 3：锌价与有色金属比价



数据来源：iFind，中信建投期货

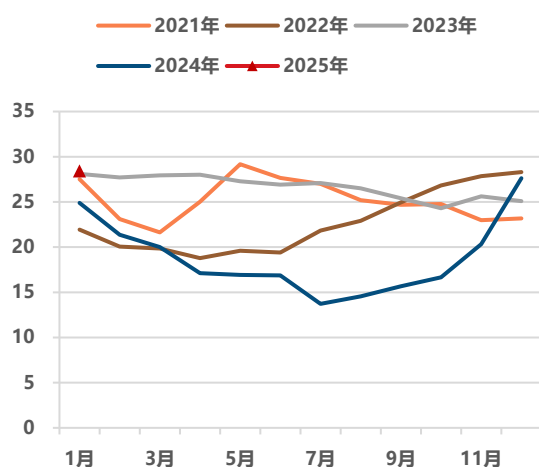
图 4：锌价与黄金比价



数据来源：iFind，中信建投期货

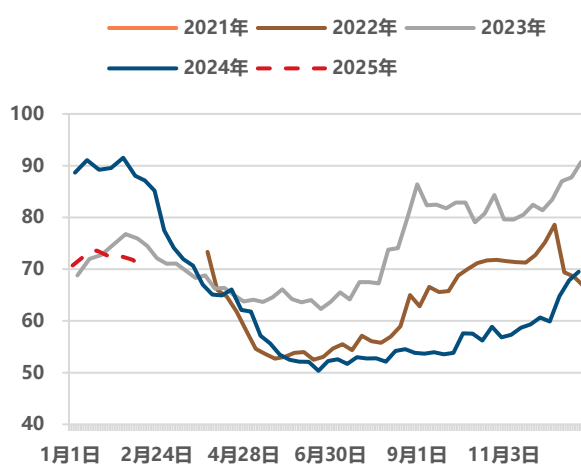


图 5：上海有色口径炼厂原料库存处于高位（天）



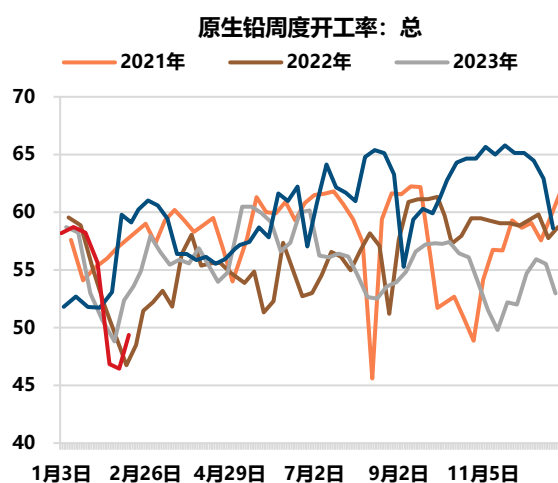
数据来源：SMM，中信建投期货

图 6：钢联口径港口+原料库存处于历年低位（金属吨）



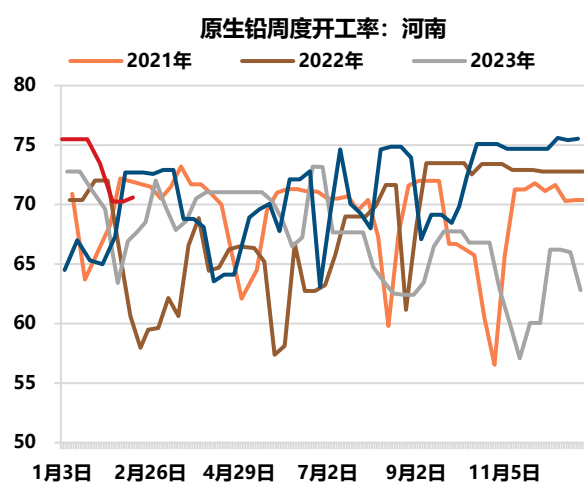
数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 13：原生冶炼整体恢复较慢



数据来源：SMM，中信建投期货

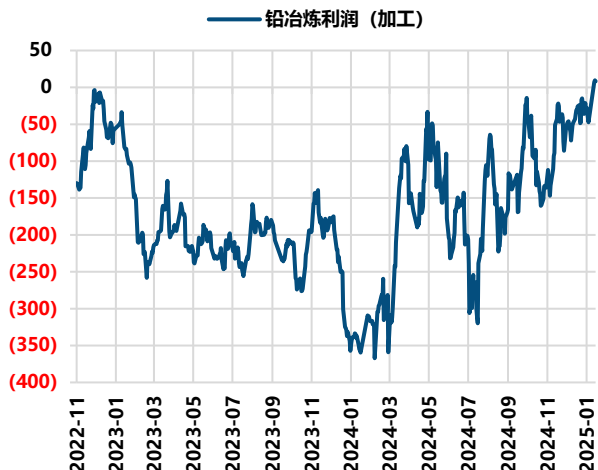
图 14：不过诸如河南等地检修情况较少



数据来源：SMM，中信建投期货

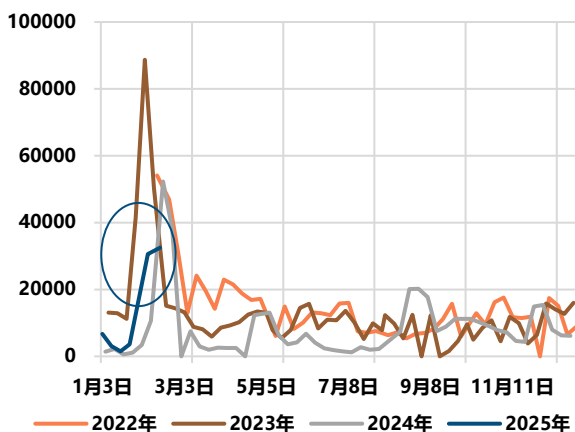


图 15：原生冶炼利润已明显修复



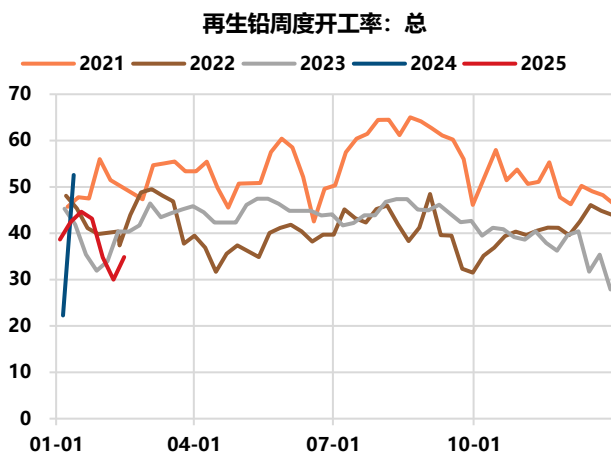
数据来源：SMM，中信建投期货

图 16：原生铅主要交割品牌厂库仍有移仓可能



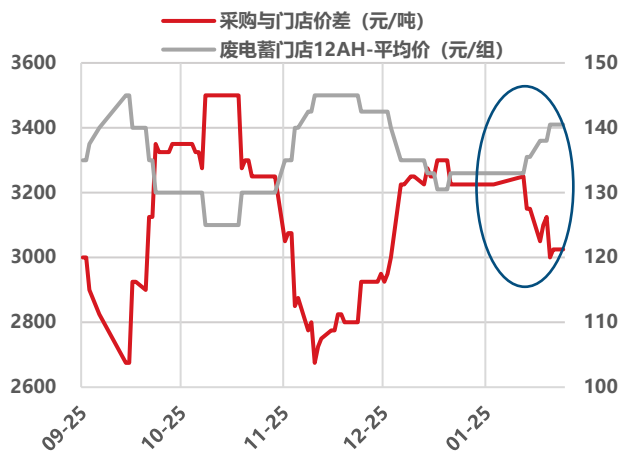
数据来源：SMM，中信建投期货

图 17：再生开工同样恢复缓慢



数据来源：SMM，中信建投期货

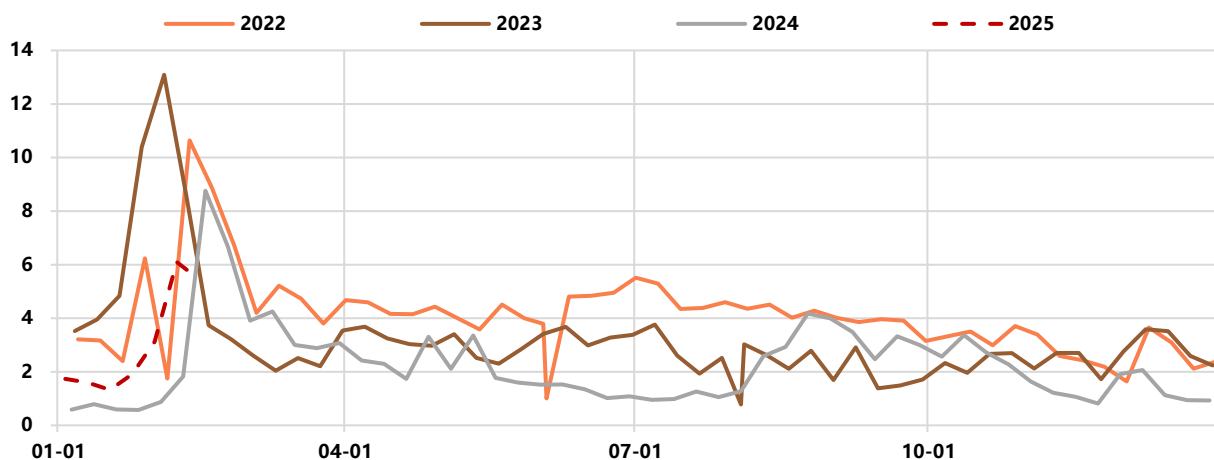
图 18：回收商废电瓶挺价意愿下降



数据来源：SMM，中信建投期货

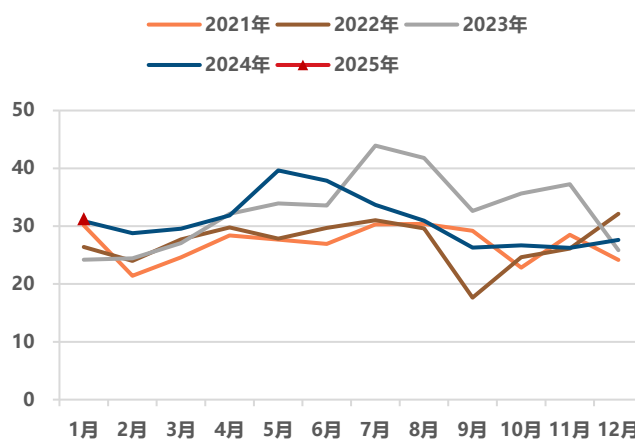


图 19：原生+再生厂库汇总后处于历年中低水位



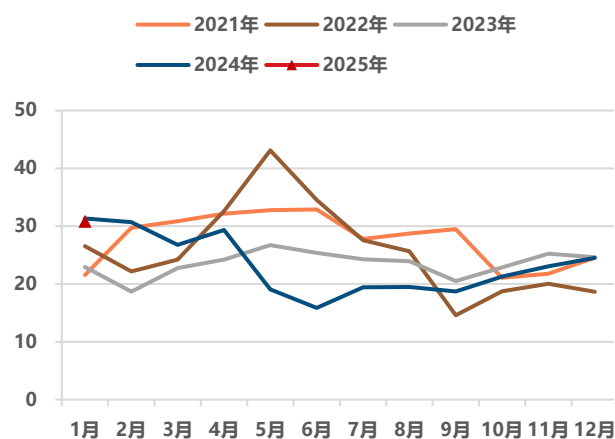
数据来源：SMM，中信建投期货

图 20：铅蓄电池经销商月度成品库存天数



数据来源：SMM，中信建投期货

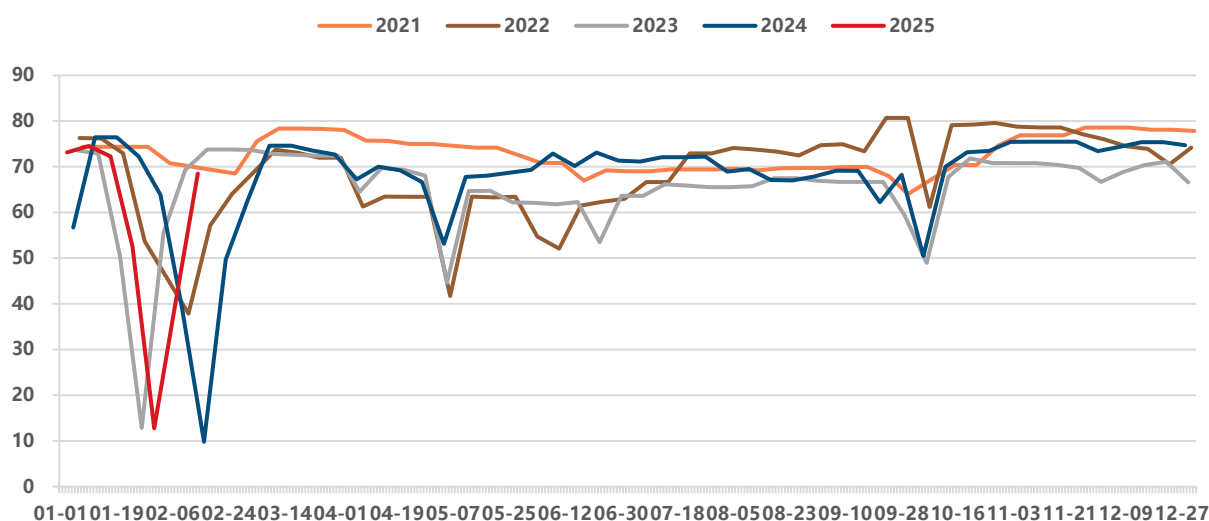
图 21：铅蓄电池企业月度成品库存天数



数据来源：SMM，中信建投期货

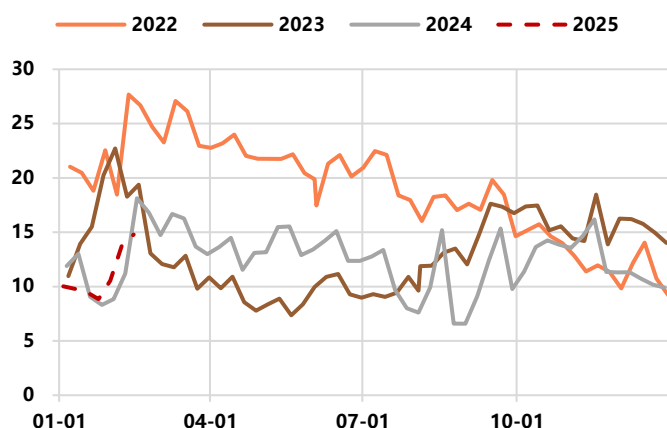


图 22：下游开工恢复进展略快于冶炼端



数据来源：SMM，中信建投期货

图 23：铅锭显性库存水平处于中低位



数据来源：SMM，中信建投期货

图 24：废电瓶成本支撑或有削弱



数据来源：SMM，中信建投期货

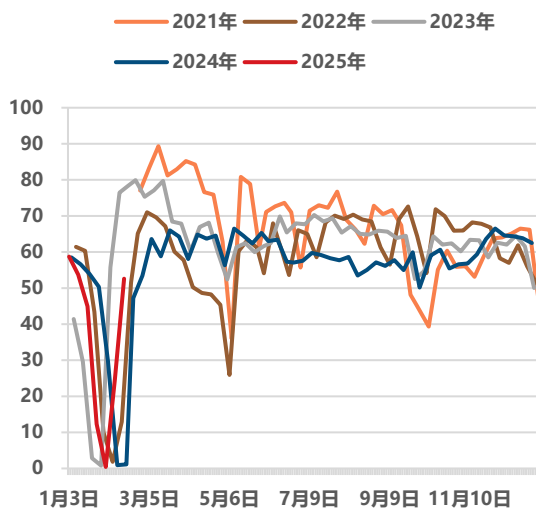
图 12：25 年春节累库幅度不及历年同期（万吨）



时间	春节前三周库存基数	春节前三周库存增量		春节前第二周库存增量		春节前一周库存增量		春节期间库存增量		春节后第一周库存增量		春节后第二周库存增量		6周合计增幅	
2020年 (1/10-2/17)	10.8	0.1	1.0%	0.3	3.1%	1.7	15.2%	6	46.5%	2.8	15.1%	4.4	20.1%	15.3	142.6%
2021年 (1/22-3/5)	14.2	-0.4	-2.5%	1.6	11.6%	1.3	8.4%	5.7	34.4%	3.8	16.5%	-0.3	-1.2%	11.7	82.7%
2022年 (1/14-2/21)	12.3	-0.2	-1.9%	1.1	8.5%	2.7	20.1%	5.7	35.8%	2.5	11.3%	2	8.3%	13.8	109.6%
2023年 (1/6-2/13)	6.7	1.3	18.6%	1.2	14.9%	2.4	26.1%	5.49	81.9%	2.29	34.2%	0.7	10.4%	13.38	199.7%
2024年 (1/25-3/4)	7.1	0.77	9.8%	0.26	3.3%	1.71	21.8%	6.07	77.2%	1.11	14.1%	0.92	11.7%	10.84	161.8%
2025年E (1/6-2/20)	5.8	0.1	1.4%	0.4	6.5%	0.8	12.5%	3.7	52.0%	1.63	28.1%	2-3	34.5%-51.7%	8-10	138%-172%

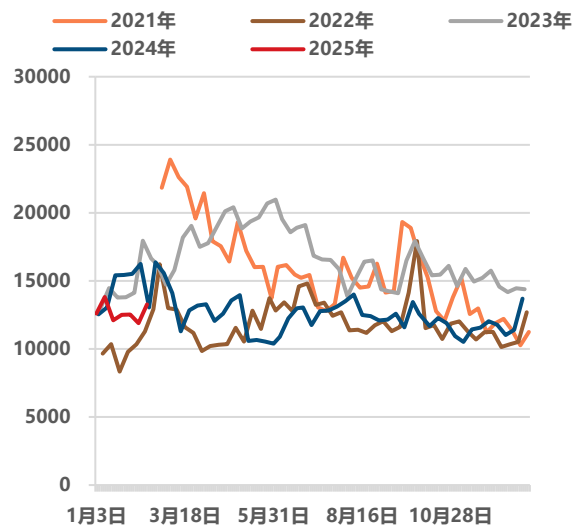
数据来源：SMM，中信建投期货测算

图 9：镀锌开工率



数据来源：SMM，中信建投期货

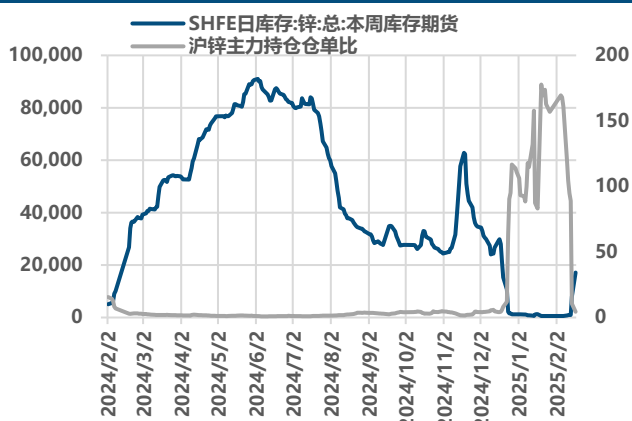
图 10：镀锌厂原料库存



数据来源：SMM，中信建投期货



图 11：节后沪锌注册仓单逐步回升



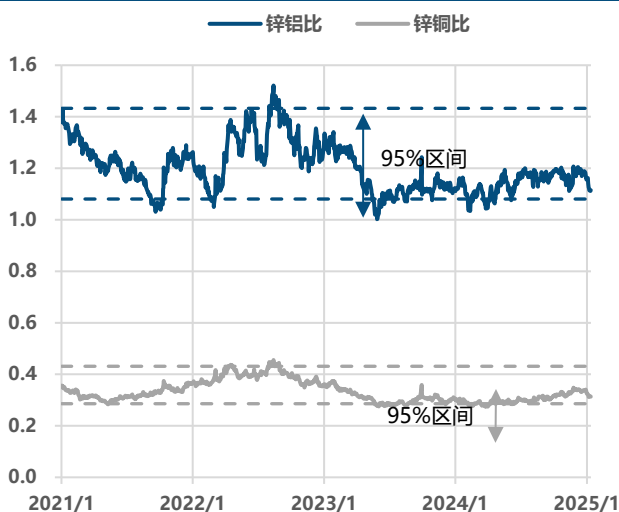
数据来源：SMM，中信建投期货

图 12：伦锌盘面仓单巨头已暂时“消停”

仓单占比%/数量	30-40	40-50	50-80	80-90	90-100
2025/2/12	0	1	0	0	0
2025/2/11	1	0	0	0	0
2025/2/10	1	0	0	0	0
2025/2/7	1	0	0	0	0
2025/2/6	2	0	0	0	0
2025/2/5	1	0	0	0	0
2025/2/4	1	0	0	0	0
2025/2/3	1	0	0	0	0
2025/1/31	1	0	0	0	0
2025/1/30	1	0	0	0	0
2025/1/29	1	0	0	0	0
2025/1/28	1	0	0	0	0

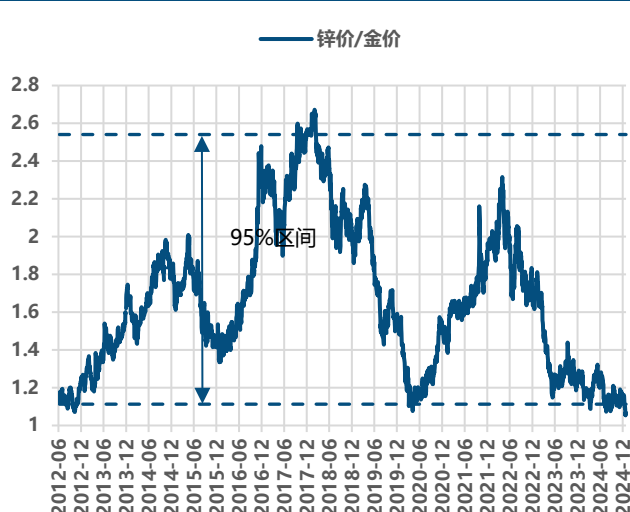
数据来源：SMM，中信建投期货

图 4：锌相对铜估值仍然偏高



数据来源：iFind，中信建投期货

图 5：相较于金价却不然



数据来源：iFind，中信建投期货

三、基本面：补库收尾累库渐进，节后或逐步改善

3.1、原料端：加工费回暖，节后涨势或放缓

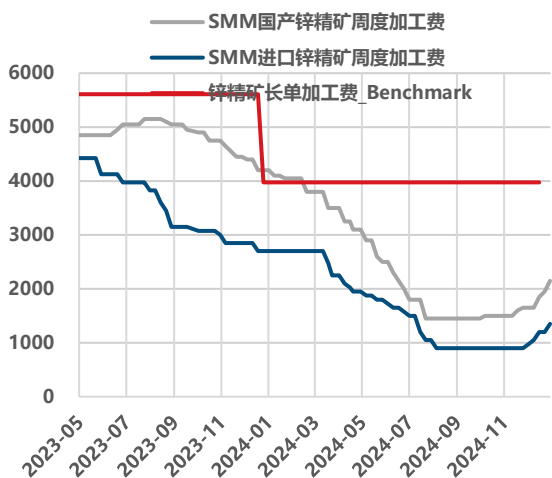
年末炼厂进口长单陆续到货，锌矿库存回归正常水位。12 月本是北方矿山季节性减产之际，然而随着冶炼厂签订的进口矿长单陆续到货，加之炼厂开工提升较为有限，供增需减下炼厂原料及港口库存均有明显回升。相比之下，往年冶炼厂在此时段由于有冬储等因素影响，库存量同样较高，以钢联数据为基准，目前折算后的两类锌矿库存总量属于近三年的中偏下水平，相较 24 年末环比仍有明显改善。

加工费回升削弱成本支撑，锌价应声下跌。截止 1 月 13 日，国内锌精矿加工费回升至 2150 元/金属吨左右，相较 24 年 12 月 27 日的 1850 上涨近 300 元。而彼时锌价仍徘徊在 25000-25200 左右，由此冶炼厂利润净增 300 元/吨。假设锌锭供应过剩，市场不愿意给到冶炼厂这部分净增利润，则按照二八分成机制（冶炼厂收入包括 1）加工费，2）（锌价-15000）*0.2，也即锌锭销售冶炼厂分得两成收入）锌价需要下跌至少 1500 元才能抹平。

往后看，春节炼厂多不休假正常运行，供减需强下假期锌矿库存去化为主。供应一侧，1-2 月在国内原料库存已然高位的情况下，进口锌矿到货量环比兑现减量，加之国内北方矿山季节性减产继续，锌矿供应存在下滑空间。需求一侧，春节假期冶炼厂放假安排较少，此外目前冶炼利润较 8 月联合减产时已有明显修复，假期间原料库存仍有去化空间，节后加工费涨势将逐步放缓。节后加工费（2-3 月）在原料库存去化趋势下或难延续上涨趋势，届时成本支撑或相对企稳。

图 6：近期 TC 加工费明显回暖

图 7：去年末以来锌矿累库为主



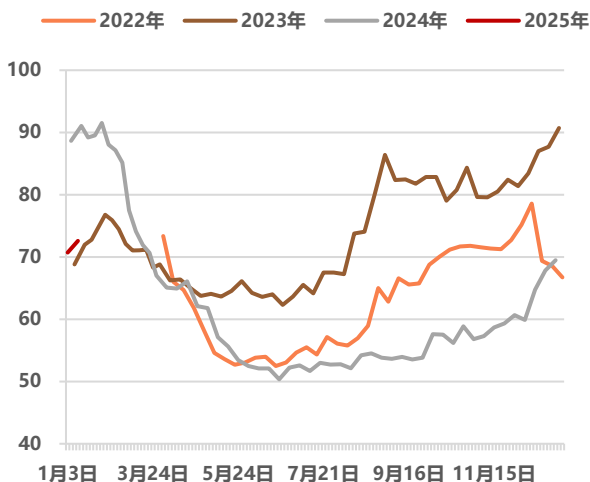
数据来源: SMM, 中信建投期货

图 8: 港口+炼厂原料锌矿库存不及去年同期 (金属吨)

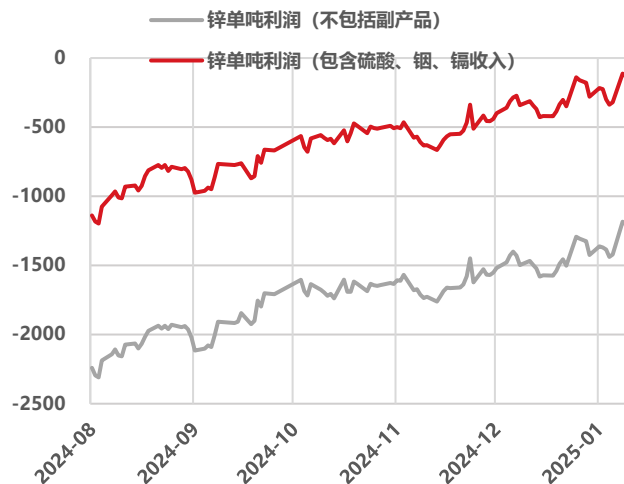


数据来源: SMM, 中信建投期货

图 9: 冶炼利润较联合减产时期已明显修复



数据来源: Mysteel, 中信建投期货



数据来源: SMM, 中信建投期货测算

3.2、冶炼端：假期正常生产，一季度锌锭供应环比增量为主

据 SMM 统计，预计 2025 年 1 月国内精炼锌产量环比增加 1.5 万吨以上或环比增加将近 3%。整体来看 1 月冶炼厂产量继续增加，部分企业 1 月底有不同程度的春节放假，但湖南、广东、甘肃、内蒙古、四川、江西等地均有不同程度的产量增加。目前春节前后有计划减产且规模较大的炼厂主要是誉升及罗平，其余暂无新增减产消息。另外从春节放假安排和企业生产天数减少来看，预计 2 月产量环比会有下降，而 3 月生产干扰或相对较小，即便是在去年一般原料紧缺的情况下，锌锭产出仍然维持，预计一季度锌锭供应整体环比贡献增量为主。

从新投产而言，预计云铜及万洋两家大厂据悉将于今年3-4月投产，而原料采购会在节后统一安排，锌锭冶炼产能一季度内仍处于爬坡状态，预计贡献有限，但抢矿备原料或加速矿端库存去化。

图 10：1-2 月部分炼厂减产复产情况

省份	企业	减产时间	复产时间	减产规模	复产规模
四川	四川四环锌锗科技有限公司	2024/11 月	/	1	0
湖南	花垣县太丰冶炼有限责任公司	2024/12/25	/	6	/
广西	广西誉升锑业高新技术有限公司	2025/1/20	/	10	/
云南	云南罗平锌电股份有限公司	2025/2 月	/	9	/
广东	深圳市中金岭南有色金属股份有限公司	/	2025/1 月中旬	/	10

数据来源：百川盈孚，Mysteel，中信建投期货

图 11：25 年国内炼厂投产情况

省份	企业	性质	产品	设计产能	产能变化	投产时间
河南	河南万洋锌业有限公司	新建	锌锭	25	15	2025 年 3-4 月
陕西	陕西锌业有限公司	新建	锌合金	2	2	2025 年
湖北	荆州市正峰再生资源有限公司	新建	锌锭	7	7	2025 年
四川	汉源县金成锌业有限公司	新建	锌锭	10	10	2025 年
云南	云南云铜锌业股份有限公司	新建	锌锭	15	5	2025 年 3-4 月
深圳	中金岭南韶关冶炼厂	新建	锌合金	12	12	2025 年
河南	灵宝市新凌铅业有限责任公司	新建	锌锭	5	5	2025 年
湖南	泸溪蓝天高科有限责任公司	新建	锌锭	42	8	2025 年
青海	西部矿业	新建	锌锭	10	10	2025 年
新疆	火烧云冶炼厂	新建	锌锭	56	6	2025 年
湖南	沅陵山能环保科技	新建	锌锭	5	5	2025 年
山东	青岛艾锆特环保科技有限公司	新建	次氧化锌	2	2	待定
河北	长力集团	新建	锌锭	8	8	待定
合计				199	95	

数据来源：百川盈孚，Mysteel，中信建投期货

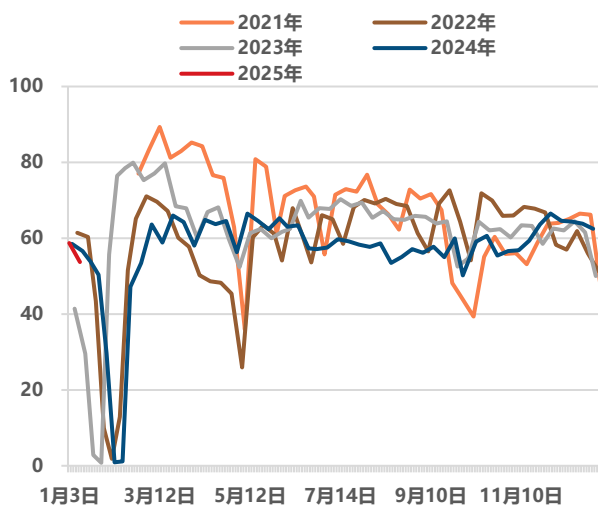
3.3、需求端：1 月中旬后消费转淡，2-3 月补库空间尚存

从 SMM 调研 29 家镀锌厂样本来看，涉及产能 2504 万吨，平均放假时长 14 天左右，较去年下降 7 天左右，主要原因为今年整体需求相对后置，11 月、12 月订单较为旺盛，目前需求虽出现季节性回落，但开工仍好于往年同期，且大部分企业无大量备货的计划，导致年后开工亦较早。镀锌厂 1 月中旬后基本停止原料采购，多数于 22 号左右即放假。考虑到 1 月有 7 天假期，且 2 月仅有 28 天，

则 2 月消费量仍有环比减量兑现。

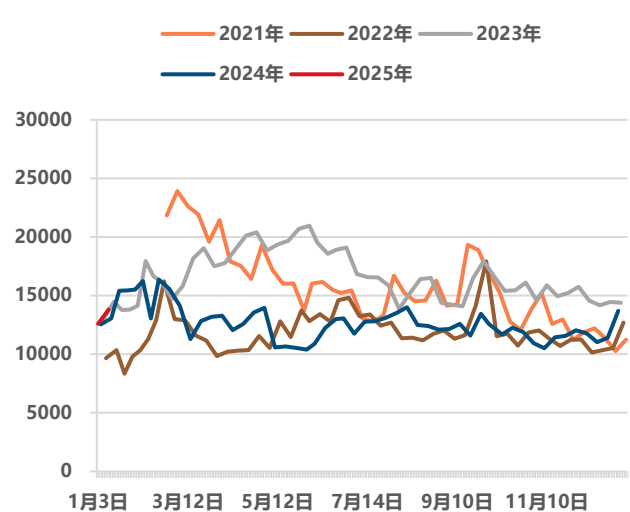
3 月则为传统旺季，由于春节时点靠前，届时终端基建地产板块工地或将陆续开工，考虑到当前原料库存仍处于偏低水位，季节性补库趋势或相对较强，届时或在 2-3 月淡季旺季转换节点带动锌锭库存去化。

图 12：24 年末迎来镀锌开工尚可



数据来源：SMM，中信建投期货

图 13：今年镀锌厂节前备货情况与往年相比不佳



数据来源：SMM，中信建投期货

图 14：镀锌企业春节放假 14 天左右

企业	年产能 (万吨)	放假时间	开工时间	预计放假时长(天)
企业 1	330	1 月 22 日	2 月 5 日	14
企业 2	300	1 月 22 日	2 月 5 日	14
企业 3	220	1 月 23 日	2 月 5 日	13
企业 4	180	1 月 22 日	2 月 5 日	14
企业 5	160	1 月 21 日	2 月 9 日	18
企业 6	160	1 月 23 日	2 月 5 日	13
企业 7	120	1 月 23 日	2 月 5 日	13
企业 8	150	1 月 22 日	2 月 5 日	14
企业 9	90	1 月 22 日	2 月 5 日	14
企业 10	72	1 月 22 日	2 月 5 日	14
企业 11	70	1 月 20 日	2 月 8 日	18
企业 12	60	1 月 22 日	2 月 5 日	14
企业 13	60	1 月 22 日	2 月 5 日	14
企业 14	60	1 月 23 日	2 月 9 日	17
企业 15	60	1 月 24 日	2 月 5 日	12
企业 16	150	1 月 23 日	2 月 5 日	13
企业 17	60	1 月 23 日	2 月 5 日	13



企业 18	48	1 月 22 日	2 月 5 日	14
企业 19	25	1 月 23 日	2 月 5 日	13
企业 20	20	1 月 15 日	2 月 5 日	21
企业 21	20	1 月 23 日	2 月 5 日	13
企业 22	20	1 月 15 日	2 月 5 日	21
企业 23	15	1 月 25 日	2 月 9 日	15
企业 24	12	1 月 23 日	2 月 5 日	13
企业 25	10	1 月 23 日	2 月 5 日	13
企业 26	10	1 月 27 日	2 月 6 日	10
企业 27	10	1 月 22 日	2 月 5 日	14
企业 28	6	1 月 28 日	2 月 5 日	8
企业 29	6	1 月 20 日	2 月 5 日	16
总计	2504			

数据来源：SMM，中信建投期货

四、复盘及后市展望

供需平衡表来看，我们预计春节期间累库幅度达到 10-11 万吨左右，相较历年同期处于相对低位，而 3 月预计在消费的回归下仍将呈现小幅去库或紧平衡状态，在历年低位的社库加持下，预计锌价支撑尚可。

复盘近 5 年春节前后 6 周沪锌社库及价格表现，历年最大回撤率达到 7.29%，考虑到 25 年库存基数及累库幅度或不及历年同期，以 1 月 6 日 24490 的收盘价为基准往下 4%-5% 的最大回撤或相对计价合理，当前已基本接近下限，短时空单可考虑逢低逐步止盈。

往后看，一季度内锌价呈现先抑后扬走势，逻辑主要在于：

- 1) 矿端，在假期原料正常消耗叠加 3-4 月大厂投产预期下，预计节后原料库存尚有去化空间，而内外矿补充节奏较慢，加工费上涨幅度趋缓；
- 2) 锭端，1 月炼厂兑现环比增量为主，2 月放假叠加生产天数下降仍有减量，3 月或出现显著增量，进口端则因沪伦比值相对承压；
- 3) 消费端，1 月中旬后下游不再有原料采购需求，2-3 月开工逐步修复，3 月传统旺季加持或兑现增量；

预计一季度锌价运行区间 23000-25000 元/吨，春节假期前后偏弱运行为主，2 月中下旬或有反弹机会，节前空单逢低逐步止盈为主，节后下游加工企业可考虑在区间下沿逢低采买锌锭，适度布多 03 合约等待消费回归，稳妥者亦可选择卖出 03 看跌 23000 左右的期权。

图 15：历年春节沪锌社库累库幅度及涨跌幅统计（万吨/%）

时间	春节前三周库存基数	春节前第三周库存增量		春节前第二周库存增量		春节前一周库存增量		春节期间库存增量		春节后第一周库存增量		春节后第二周库存增量		6周合计增幅		6周沪锌最大回撤率	6周沪锌涨跌幅
2020年 (1/10-2/17)	10.8	0.1	1.0%	0.3	3.1%	1.7	15.2%	6	46.5%	2.8	15.1%	4.4	20.1%	15.3	142.6%	-7.28%	-5.91%
2021年 (1/22-3/5)	14.2	-0.4	-2.5%	1.6	11.6%	1.3	8.4%	5.7	34.4%	3.8	16.5%	-0.3	-1.2%	11.7	82.7%	-5.01%	3.41%
2022年 (1/14-2/21)	12.3	-0.2	-1.9%	1.1	8.5%	2.7	20.1%	5.7	35.8%	2.5	11.3%	2	8.3%	13.8	109.6%	-3.61%	0.14%
2023年 (1/6-2/13)	6.7	1.3	18.6%	1.2	14.9%	2.4	26.1%	5.49	81.9%	2.29	34.2%	0.7	10.4%	13.38	199.7%	-7.29%	-0.91%
2024年 (1/25-3/4)	7.86	0.77	9.8%	0.26	3.3%	1.71	21.8%	6.07	77.2%	1.11	14.1%	0.92	11.7%	10.84	161.8%	-5.37%	-2.82%
2025年E (1/6-2/20)	6.1	-0.07	-1.1%											10-11	164%-180%	-4%--5%	

数据来源：SMM，中信建投期货预测

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、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不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。