

经济复苏顺周期铝价利齐升，黄金配置窗口或再度打开

--9 月行业动态报告

有色金属行业

推荐

维持评级

分析师

华立

☎: 021-20252650

✉: huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516080004

阎予露

☎: 010-80927659

✉: yanyulu@chinastock.com.cn

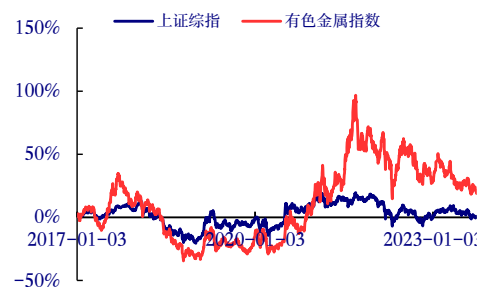
分析师登记编码: S0130522040004

核心观点:

- **政策持续出台与落地，国内经济复苏叠加进入下游开工旺季拉动有色金属需求改善，有色金属行业景气上行。**9 月国内央行再次降准，房地产认房不认贷等政策陆续落地，稳增长政策的支撑下国内经济企稳复苏。国内 8 月工业增加值同比增速上行 0.8 个百分点至 4.50%，9 月制造业 PMI 上行至 50.2，在今年 3 月后再次进入扩张区间。国内经济的好转，叠加下游进入消费旺季，拉动了有色金属下游需求的改善，有色金属行业景气度有所提升。
- **经济与就业韧性超预期，美国国债利率创新高与美元指数上涨压制有色金属价格上涨幅度。**9 月美国经济与就业数据强劲，且原油价格持续上涨引发了市场对于通胀可能再次回升的担忧，美联储 11 月加息预期提升，引发了美国长期国债利率与美元指数的上涨，对有色金属价格形成了利空，也压制了有色金属行业景气度的进一步上行。
- **投资建议：**国内稳增长政策持续出台与落地，经济企稳回升，下游消费与宏观预期好转驱动铝价稳步上涨。国内电解铝新增产能投产已过高峰期，后续新增产能较少；经济复苏与开工旺季支撑下需求或将逐步转强，处于历史库存低位的电解铝价格有望维持上涨势头。成本稳定下铝价的上涨进一步拉动了电解铝行业利润的走阔，9 月国内电解铝行业平均利润已环比增加 29%至 3315 元/吨，并有望随着电解铝价格的上涨继续提升。建议关注 A 股电解铝行业龙头云铝股份（000807）、神火股份（000933）、天山铝业（002532）。此外，美联储 9 月议息会议保持联邦基金利率不变，但点阵图上暗示年内还将加息一次。而美国 9 月强劲的经济与就业数据，以及原油价格持续上涨引发通胀回升可能的担忧，使市场对美联储在 11 月加息的预期提升，这驱动美国长期国债利率与美元指数的上涨。美国 10 年期与 30 年期国债收益皆创下 2007 年以来最高水平，并拉升了美国实际利率，美元指数升也至年内最高的 107，打压了黄金价格。但美国 9 月非农就业报告中虽然新增就业人数超预期，但工资增幅低于预期，显示美国就业缺口正在改善，就业市场逐步降温，有利于中长期美国通胀的下行。而在美国国债收益率皆创新高后，我们认为市场对于美联储后续的加息预期已有所消化，本轮加息周期接近尾声，黄金配置窗口再度打开，建议关注山东黄金（600547）、中金黄金（600489）、银泰黄金（000975）、赤峰黄金（600988）。
- **风险提示：**1) 有色金属价格大幅下跌的风险；2) 国内经济复苏不及预期的风险；3) 美联储加息超预期的风险；4) 全球地缘政治对抗超预期的风险。5) 有色金属下游需求不及预期的风险。

行业数据

2023-9-30



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

行业跟踪报告_政策密集落地+需求旺季来临，有色金属有望迎来“顺周期”行情 202308

目 录

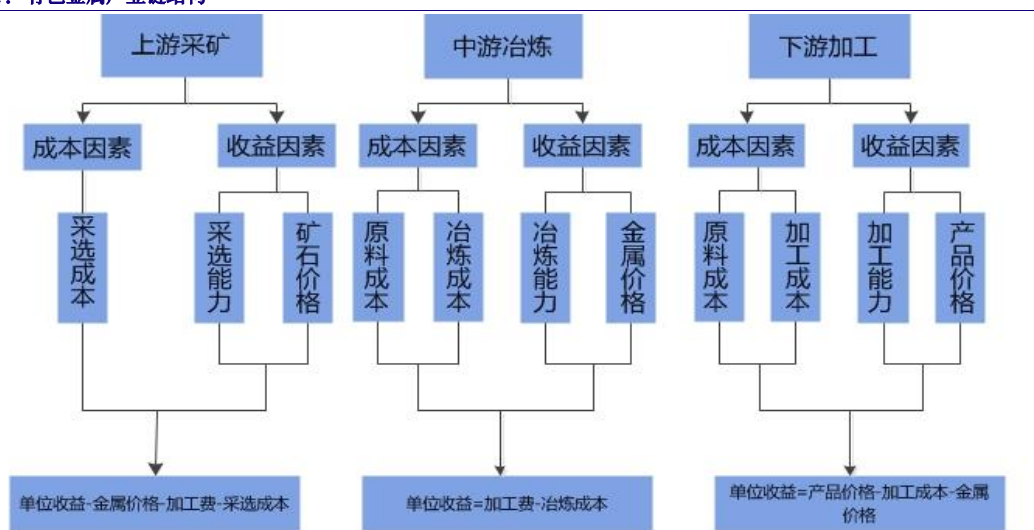
一、国内经济企稳复苏拉动有色金属景气上行	3
（一）制造业产业链上游，国民经济生产活动的基础材料	3
（二）经济复苏且进入消费旺季，拉动有色金属需求改善	3
（三）有色金属行业处于产能下行周期，新增产能增速明显下滑	6
（四）政策性控制行业产能逆周期调节，下游创造行业新需求热点	7
（五）有色金属子行业景气分化	10
（六）有色金属行业财务数据	11
二、有色金属行业已成熟阶段，海外与新金属是未来新增长点	14
（一）国内有色金属行业未来发展空间已然不大	14
（二）海外与新金属将成为新未来增长看点	15
（三）海外矿山资源占优，国内冶炼产能领先	16
三、有色金属行业面临的发展问题与建议	17
（一）有色金属行业发展所面临的问题	17
（二）有色金属行业发展建议	18
四、有色金属行业在资本市场的发展	19
（一）有色金属行业上市高峰期已过，市值占比呈下行趋势	19
（二）有色金属行业估值处于历史底部附近	20
五、投资建议与核心组合	22
六、风险提示	23

一、国内经济企稳复苏拉动有色金属景气上行

（一）制造业产业链上游，国民经济生产活动的基础材料

有色金属是指铁、铬、锰三种金属以外的所有金属。由于所拥有的特殊物理、化学属性，有色金属被开采并加工为各种原材料，使用在各类生产活动中最终形成终端消费品。因此，有色金属是国民经济发展的重要材料，航空航天、汽车、机械制造、电力、通讯、建筑、家电几乎所有的制造性行业都以有色金属为生产基础。它不仅是世界上重要的关键性战略物资，也是人类生活中不可缺少的生产消费资料。有色金属行业处于整个制造业产业链的最上游，从有色金属矿石资源端的采选开始，到中游冶炼端的加工形成标准化的金属品，再到有色金属深加工制作成合金零部件，最终被用于制造业下游最终端的消费中。由于有色金属处于产业链上游资源端，众多与国民经济中的重要行业（房地产、建筑、汽车、家电、电力设备等）是其下游，这使有色金属行业的运行与整个国民经济息息相关，呈现出极强的周期性。此外，有色金属与石油一样属于大宗商品，在国际上被广泛贸易并以美元定价，这又赋予了有色金属商品属性与金融属性。

图1：有色金属产业链结构

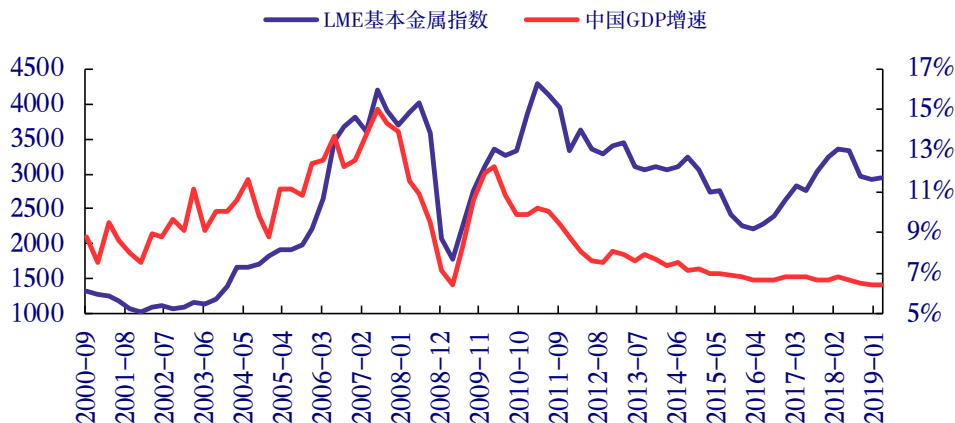


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）经济复苏且进入消费旺季，拉动有色金属需求改善

有色金属产品最终被用于房地产、建筑、汽车、机械、家电、电力设备等行业中进行消费，有色金属行业的需求由这些行业的景气度所决定。而这些行业基本是我国经济的支柱形产业，因此从宏观上来看有色金属的需求，甚至有色金属价格以及有色金属行业景气度受整个经济周期波动的巨大影响。

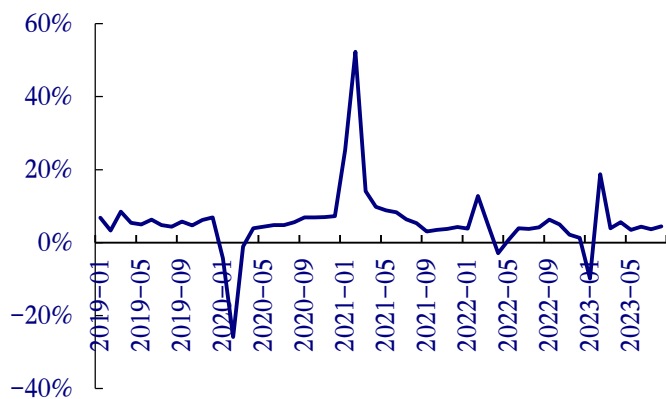
图2：有色金属行业景气度受经济周期波动影响



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

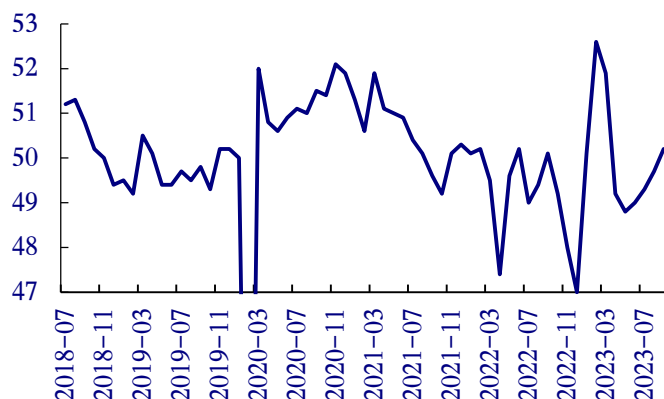
9月国内央行再次降准，房地产认房不认贷等政策陆续落地，稳增长政策的支撑下国内经济企稳复苏。国内8月工业增加值同比增速上行0.8个百分点至4.50%，9月制造业PMI上行至50.2，在今年3月后再次进入扩张区间。国内经济的好转，叠加下游进入消费旺季，拉动了有色金属下游需求的改善，有色金属行业景气度有所提升。但9月美国经济与就业数据强劲，且原油价格持续上涨引发了市场对于通胀可能再次回升的担忧，美联储11月加息预期提升，引发了美国长期国债利率与美元指数

图3：中国规模以上工业增加值增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

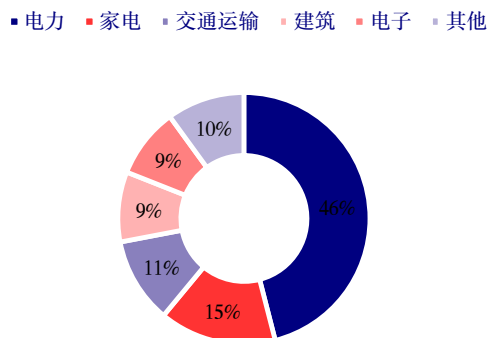
图4：中国制造业采购经理人指数 PMI



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

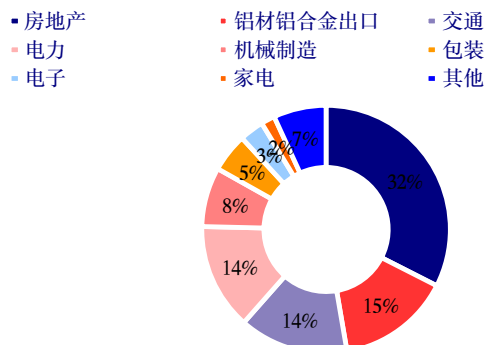
有色金属的下游需求基本集中在房地产、建筑、汽车、家电、机械与电力设备领域。如铜下游需求中房地产产业链中的电网占铜消费需求的46%，家电占15%，交通运输占11%，建筑占9%。而在铝的下游需求中，房地产占铝总消费的32%，交通占41%，电力占14%。在锌的下游消费中，房地产建筑的占比高达48%，交通占23%，机械占10%。因此，房地产、建筑、电力设备、家电占据了有色金属下游需求的绝大部分，决定了有色金属需求的走向。

图5：铜下游需求占比



资料来源：SMM，中国银河证券研究院

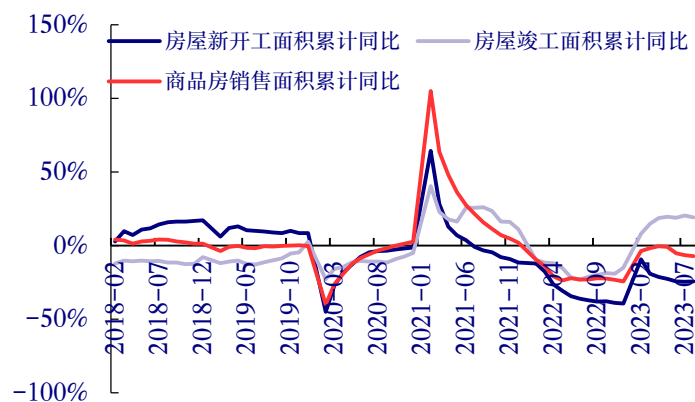
图6：铝下游需求占比



资料来源：SMM，中国银河证券研究院

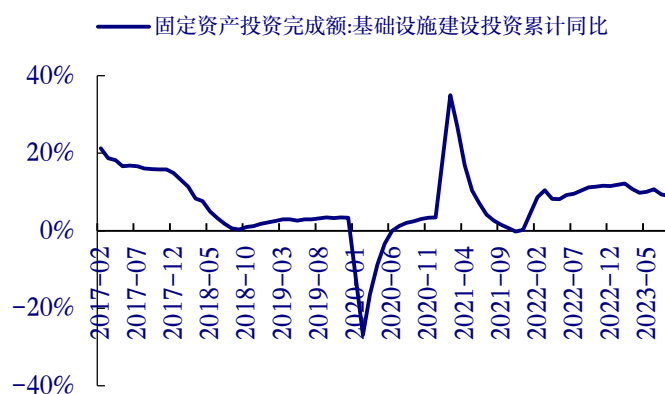
国内一些列稳增长政策的持续推出与落地，使国内经济有企稳复苏迹象。8月国内工业增加值同比增速上行0.8个百分点至4.50%，9月制造业PMI上行至50.2，再次进入扩张区间。国内经济的好转，以及下游进入开工旺季，使有色金属需求边际改善，主要有色金属品种库存去化。随着国内经济的复苏，预计有色金属消费有望在“金九银十”旺季中持续上行。从终端数据来看，政策落地发挥作用仍需时间，国内房地产市场8月仍处于下行阶段，2023年前8月国内房屋竣工面积累计同比增速、商品房销售面积累计同比增速分别下行至19.20%、-7.10%，而8月国内房屋竣工面积增速稍有改善，累计同比降幅收窄至-24.40%；国内汽车行业7月销量增速有所改善，8月销量累计增速回升至8%，产量增速继续维持在7.40%；国内基础设施建设投资累计增速在8月回落至8.96%；而国内电网基本建设投资完成额累计增速在8月下滑至1.40%。

图7：房地产销售、新开工、竣工增速



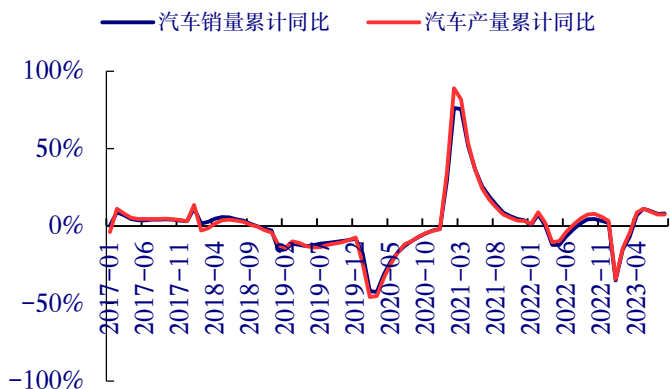
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图8：基建固定资产投资完成额累计增速



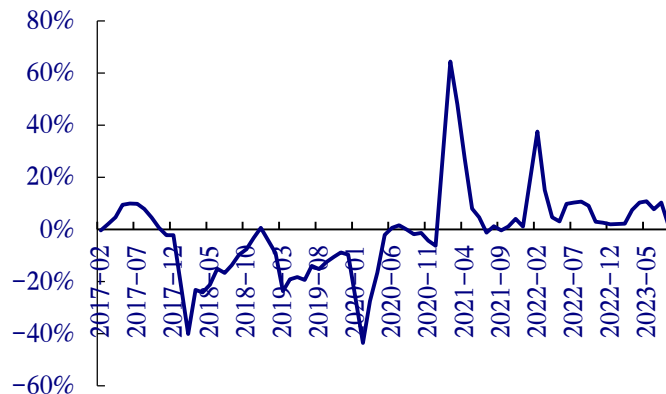
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图9：汽车产量、销量增速



资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

图10：电网投资完成额增速

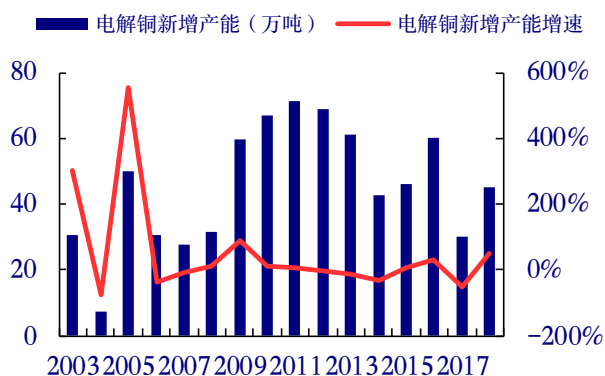


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

（三）有色金属行业处于产能下行周期，新增产能增速明显下滑

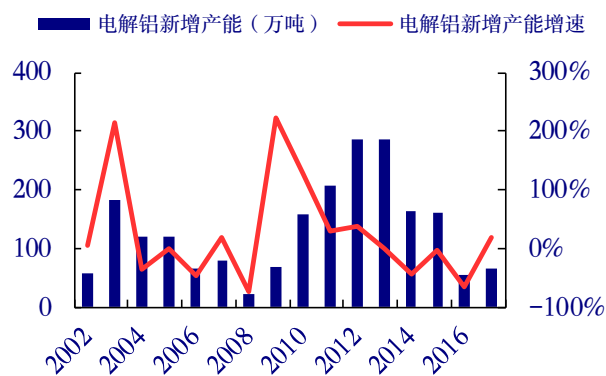
有色金属行业在经历了 2011-2013 年的产能扩张期后，由于有色金属行业产能供过于求的形势，以及有色金属企业盈利能力下降所造成的无力有多余资金进行新建产能投资，这使有色金属行业目前进入产能下行周期。有色金属行业的新增产能增速出现了明显的下滑，甚至一些行业如电解铝行业出现了高成本、落后产能出清的状况。而有色金属行业新建产能的先行指标有色金属行业固定资产投资增速在近些年也出现了下行的趋势，这表明了有色金属行业在未来一段时间内仍将不会有大量的新增产能出现。

图11：电解铜新增产能与增速



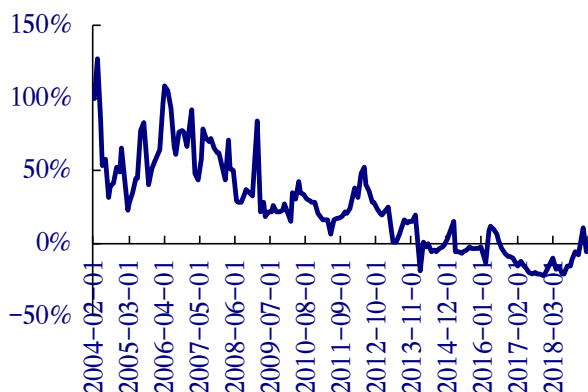
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图12：电解铝新增产能与增速



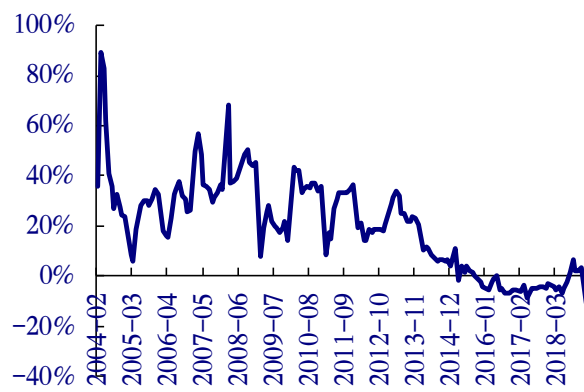
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图13：有色金属矿采选业固定资产投资增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图14：有色金属冶炼及压延加工业固定资产投资增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

（四）政策性控制行业产能逆周期调节，下游创造行业新需求热点

有色金属的行业政策主要在于控制行业的产能产量，以便于在逆周期时调节行业利润。由于有色金属行业尤其是产业链的冶炼环节，准入门槛低、产业链长、生产规模大，可有效拉动周边就业与提升地区产值，且在行业景气度高的期间能提供丰厚的利润，对地方政府的政绩与企业利润有极大的助力。因此，在整个宏观经济周期与有色金属行业周期上行的阶段，国内有大量的有色金属新建产能扩张。但在周期下行阶段，则极易容易造成产能过剩以及行业整体性的亏损。在这种情况下，出台行业政策，控制有色金属行业的产能与产量规模，进行逆周期调节，有利于有色金属行业整体的良性的、可持续性的发展。如国家在 2015 年提出供给侧改革的背景下，在 2017 年重点对有色金属行业中产能过剩比较严重的电解铝行业进行了供给侧改革，共关停 376 万吨违规在产产能，279 万吨在建产能推迟投产，有效缓解了电解铝行业产能过剩的问题。而在稀土行业，国家通过建立国有企业所掌控的六大及稀土集团，规定稀土矿开采与稀土冶炼分离产量，并进行对私挖稀土的“打黑”行动，来控制国内稀土行业的产量规模，对行业整体进行调控。

表1：电解铝行业主要供给侧改革政策

时间	文件名称	文号	新增产能政策	在建产能政策	建成违规产能政策
2013/10/15	《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	国发[2013]41号	严禁建设	分类处理，等量或减量置换	全面清理，提出整顿方案
2015/4/20	《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》	工信部产业[2015]127号	新建项目产能置换指标须为 2013 年及以后列入工信部公告的企业淘汰产能	未经国家核准的在建项目产能置换指标，须为 2011 年及以后列入公告的企业淘汰产能	
2015/6/29	《关于印发对钢铁、电解铝、船舶行业违规项目清理意见的通知》	发改办产业[2015]1494号	不得开工建设	等量或减量置换，办理备案手续	整改后办理备案手续
2017/4/12	《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案的通知》	发改办产业[2017]656号		落实 1494 号文意见，违规在建产能，立即停建	落实 1494 号文意见，违规建成产能，立即停产

资料来源：中债资信，中国银河证券研究院

表2：电解铝供给侧改革停产停建相关地方政府政策

地区	时间	内容
新疆	2017 年 4 月 15 日	停止昌吉州境内 3 家企业违规在建电解铝产能项目建设，包括：新疆东方希望有色金属有限公司在建 80 万吨电解铝项目，新疆其亚铝电有限公司在建 80 万吨电解铝项目，新疆嘉润资源控股有限公司在建 40 万吨电解铝项目。
内蒙古	2017 年 4 月 28 日	责令内蒙古创源金属有限公司、内蒙古锦联铝材有限公司未取得产能置换指标的违规项目停产停建，落实产能置换指标，在办理产能置换手续前，不得复产复建。2017 年 9 月，锦联铝材发布公告停产 20 万吨电解铝产能、停产停建 2*660MW 发电机组。
河南	2017 年 7 月 1 日	发布“关于印发河南省化解过剩产能攻坚方案等五个的通知”，《方案》明确，电解铝产能退出标准为停一年以上的将拆除槽、变压器等主要设备。引导 3 家电解铝企业退出长期停产产能 50 万吨以上。2018 年年底前，对退出产能主要设备实施拆除。
山东	2017 年 7 月 21 日	魏桥创业集团违规建成电解铝项目 5 个，违规产能 268 万吨；信发集团违规产能 53 万吨。对以上违规电解铝项目，由滨州、聊城市人民政府负责于 7 月底前关停，同时分别停运相应规模煤电机组（不含已纳入 2017 年及以前年度淘汰关停机组）。其中，滨州市魏桥集团停运煤电机组 570 万千瓦左右；聊城市信发集团停运煤电机组 100 万千瓦左右。

资料来源：中债资信，中国银河证券研究院

环保政策对有色金属行业的限制越发严重。有色金属行业属于高耗能、高排放行业，会形成较大的环境污染。有色金属行业在采选环节与冶炼环节都需要大量的能源进行支持，如生产一吨电解铝需要消耗电力近 13500 千瓦时，全国生产电解铝的用电能耗约占全国社会用电量总量的 7% 左右。因此，有色金属的生产必将带来大量的废气排放，造成大气污染。此外，有色金属行业在采选、冶炼环节也会产生扬尘、废渣、废水等污染物，对环境安全造成极大的危害。在国家愈发重视环保的情况下，环保政策从严从紧，限制有色金属行业的生产以达到保护环境的目的。如 2017 年底国家出台采暖季限产政策对电解铝、氧化铝等行业的产能进行停产处理。此外，2018 年 6 月底国家发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，进一步要求限制有色金属等高耗能行业，大幅减少主要大气污染物的排放。而中央环保督查组经常性的到地方巡视环保问题，也限制了山西、河南等铝土矿的开采，以及内蒙古、湖南等地锌矿、钨矿、稀土矿的开采。

表3：采暖季限产政策限制有色金属行业生产

行业	采暖季限产规定
水泥、铸造等行业	水泥（含粉磨站）、铸造（不含电炉、天然气炉）、砖瓦窑等行业，除承担居民供暖、协同处置城市垃圾和危险废物等保民生任务外，采暖季全部实施错峰生产。承担保民生任务的，要根据承担任务核定最大允许生产负荷，9 月底前报地市级政府备案。10 月底前，燃煤发电机组（含自备电厂）未达到超低排放的全部停产。
钢铁行业	各地实施钢铁企业分类管理，按照污染排放绩效水平制定错峰限产方案。石家庄、唐山邯郸安阳等重点城市，采暖季钢铁企业限产 50%，以高炉生产能力计，采用企业实际用电量核实。
电解铝、化工类企业	电解铝厂限产 30% 以上，以停产的电解槽数量计；氧化铝企业限产 30% 左右，以生产线计；炭素企业达不到特别排放限值的，全部停产，达到特别排放限值的，限产 50% 以上，以生产线计。涉及原料药生产的医药企业 VOCs 排放工序、生产过程中使用有机溶剂的农药企业 VOCs 排放工序，在采暖季原则上实施停产由于民生等需求存在特殊情况确需生产的，应报省级政府批准。

资料来源：环保部，中国银河证券研究院

表4：山西省与河南省环保督察制约铅土矿生产

时间	地区	行动类型	具体活动
2018 年	山西省	环保督查	山西省环保厅提出，加大对中央环保督察问题整改工作的统筹协调、督察督导、宣传报道、责任追究、情况报送，要坚决完成中央环保督察反馈问题整改，进一步开展省、市环保督察，在完成省级环保督察全覆盖的基础上，完善山西省环境保护督察实施方案。 适时开展“机动式”“点穴式”督察和省级环保督察“回头看”，年内实现 11 个市全覆盖，推动“铁腕治污”常态化。
3 月初	山西省	矿山整顿	开展为期 3 个月的打击非法违法采矿大排查大整治行动， 严打无证勘查开采、超层越界、以各种名义变相违法开采等违法行为 ，各地要针对苗头性、倾向性问题，采取有效措施，始终保持严格执法高压态势，绝不能让私挖滥采扰乱管理秩序。
4 月初	河南省	环保督察	河南省国土资源厅副厅长张兴辽表示，要按照生态文明建设要求，持续推动“三区两线”周边露天矿山开发与综合整治工作， 研究制定进一步加强露天矿山开发与综合整治工作的措施，加强对建材类露天开采矿山在规划布局、准入规模、审批登记和环境治理等方面的管理 ，不断提升环境保护和资源保障水平， 持续推进自然保护区内矿业权退出工作，按照国家自然保护区内矿业权退出的新政策、新制度和新要求 ，做好全省自然保护区内矿业权退出、补偿的相关工作。
4 月 9 日	河南省	环保督察	河南省环保厅通报一季度河南省环境质量状况和大气污染防治、水污染防治等工作进展情况。目前全省大气污染防治项目总体进展较为顺利，已完成 132 个治理项目， 主要包括企业特别排放限值改造、超低排放改造试点、挥发性有机物治理、无组织排放治理、规划区燃煤设施拆改、遥感监测设备安装 6 大类 1659 个治理项目 。8 月底前，完成钢铁、建材、有色、火电、焦化等行业和锅炉无组织排放治理项目 789 个。9 月底前，完成无机化学、合成树脂、烧碱等化工行业，电解铝、铅、锌、铜等有色行业和铁合金、钢铁行业 190 个特别排放限值改造项目。
4 月 13 日-4 月 28 日	山西省	环保督察	在全国率先开展省级环保督察“回头看”，山西省委省政府环境保护督察组分别进驻吕梁、晋中两市，对两市开展环保督察“回头看”。督查重点包括： 山西省环保督察反馈意见整改落实情况；环保重点任务进展情况；中央环境保护督察涉及到的相关任务整改进展情况。
5 月 1 日-6 月 30 日	山西省	矿山整顿	对全省所有非煤矿山企业开展为期两个月安全生产专项整治工作， 严厉打击无证非法开采、超层越界开采等非法违法采矿行为。
5 月 1 日-10 月 31 日	山西省	矿山整顿	实施 铁锤行动、守土行动、固本行动和清源行动 ，利用半年的时间对全省 非煤矿山开展专项整治。
6 月 1 日	河南省	环保督察	中央第一环境保护督察组进驻河南省开展为期一个月的环境保护督察“回头看”工作，并于郑州召开“回头看”工作动员会，本次“回头看”还同步开展大气污染防治专项督察。
8 月 10 日	山西省	矿山整顿	山西省公安厅对外公布，从即日起到 2018 年年底，与国土资源厅将在 全省范围内联合组织开展打击非法采矿违法犯罪专项行动。
8 月 20 日	山西省、河南省	环保督察	中央环保组正式进驻汾渭平原进行环保调研， 山西、河南主要矿区均接到通知，大部分矿山停产，而且需要对之前开采的矿山严格执行复垦方案。

资料来源：SMM，阿拉丁，中国银河证券研究院

政策对有色金属下游行业的影响，会影响有色金属行业的需求，甚至能创造有色金属行业新的需求亮点。国家对房地产行业、建筑行业、汽车行业的政策倾向，往往会影响上游有色金属行业的消费需求。在国家通过政策刺激房地产、汽车消费时，有色金属行业的需求往往有较好的表现。此外，国家政策对新兴行业的扶持，甚至会促进某些有色金属品种的崛起。如国家在近些年大力扶持新能源汽车行业，就刺激了新能源汽车产业链上游资源端钴锂金属需求快速的增长，使钴锂价格以及钴锂行业景气度大幅提升。

（五）有色金属子行业景气分化

9月国内央行再次降准，房地产认房不认贷等政策陆续落地，国内经济企稳复苏。国内8月工业增加值同比增速上行0.8个百分点至4.50%，9月制造业PMI上行至50.2，再次进入扩张区间。国内经济的好转，拉动了有色金属下游需求的改善。但9月美国经济与就业数据强劲，且原油价格持续上涨引发了通胀回升的可能，这驱动了美国长期国债利率与美元指数的上涨，对有色金属价格产生了压制，尤其是金融属性较强的有色金属品种受影响较大。具体来看，9月SHFE铜价下跌2.95%，铝价上涨3.78%，锌价上涨3.70%，铅价上涨2.45%，镍价下跌7.58%，锡价上涨0.79%；贵金属方面，美国经济韧性强劲以及原油价格回升引发通胀反弹的担忧，美联储11月加息预期上行，使9月SHFE黄金价格下跌0.74%，白银价格下跌3.07%。

图15：阴极铜期货活跃合约收盘价（元/吨）



资料来源：SHFE，中国银河证券研究院

图16：铝期货活跃合约收盘价（元/吨）



资料来源：SHFE，中国银河证券研究院

图17：黄金期货活跃合约收盘价(元/克)



资料来源：SHFE，中国银河证券研究院

图18：锌期货活跃合约收盘价（元/吨）

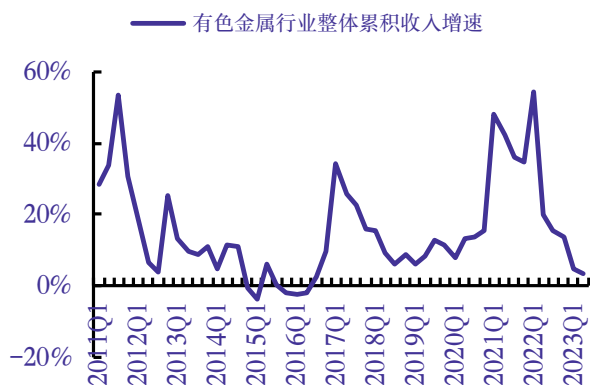


资料来源：SHFE，中国银河证券研究院

（六）有色金属行业财务数据

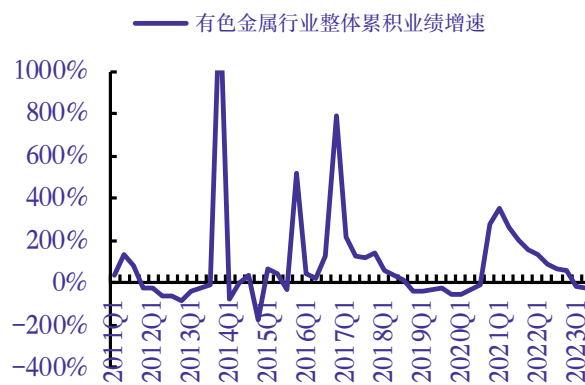
我们将 2023 年前上市的，有色金属一级行业中的共 119 家上市公司，作为一个整体样本进行测算，以观测有色金属行业整体的业绩表现。2023 年上半年国内放开管控，以及消费与房地产一系列扶持政策的出台，经济显露出强势复苏迹象，叠加美联储放缓加息进度，有色金属价格与行业景气度在年初一度上行。但国内疫情后的疤痕效应使经济复苏的势头在一季度后快速回落；而海外因美国经济与通胀顽固超年初的预期使市场上调了美联储加息的利率峰值和高利率状态的持续时间。国内经济复苏强度的下行，以及美联储加息更高更长的预期，使有色金属价格、行业景气度与企业盈利能力在 2023 年上半年中下旬继续下滑。具体来看，有色金属行业 2023 年上半年营业收入同比增长 3.31%，业绩同比下滑 26%；有色金属行业 2023Q2 单季度营业收入同比增长 2.05%，业绩同比下滑 35.25%。

图19：有色金属行业整体累计收入增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

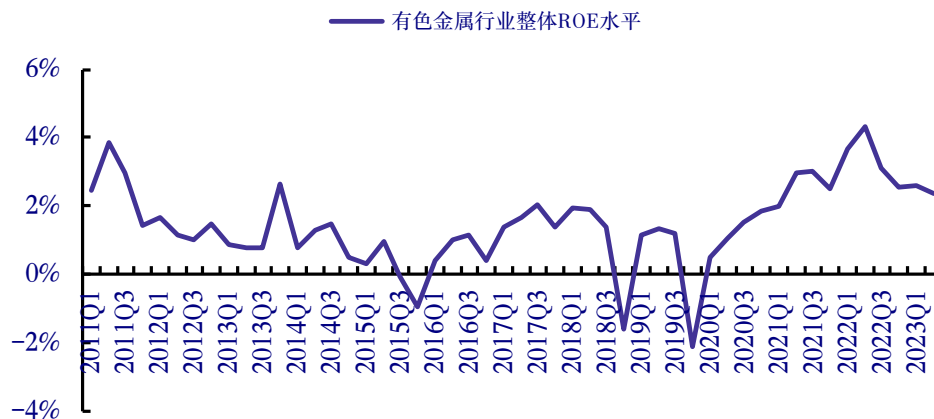
图20：有色金属行业整体累计业绩增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从 ROE 的绝对水平来看，有色金属行业整体的 ROE 在 2015Q4 后持续上行并在 2017 年三季度达到 2.05% 的水平，创下 2014Q1 以来的新高。此后，有色金属行业 ROE 开始从高位震荡到持续下滑。2019Q4 有色金属行业整体 ROE 水平环比下滑 3.3 个百分点至 -2.11%，创下 2011 年以来的新低。2020Q2 有色金属行业整体 ROE 水平在国内渡过疫情最困难阶段行业景气度改善下出现反弹，而此后有色金属行业进入景气度持续上行阶段，并于 2022Q2 触顶下行。尽管 2023Q1 有色金属行业整体 ROE 水平在连续下行 2 个季度后短暂出现反弹，但 2023Q2 继续恢复下行态势。2023Q2 有色金属行业整体 ROE 环比下行 0.23 个百分点至 2.37%，创下两年来新低。

图21：有色金属行业整体 ROE 水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

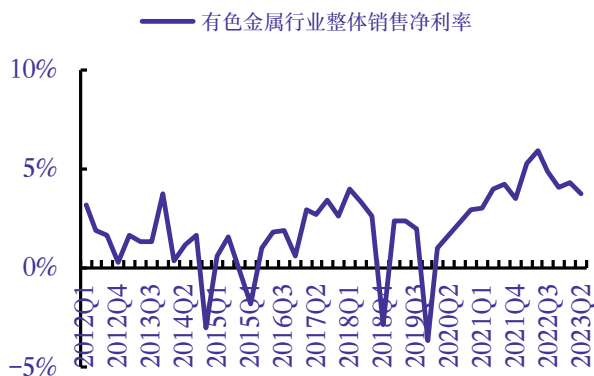
从杜邦分析的结果来看，有色金属行业整体 ROE 从 2023Q1 的 2.59% 下降到 2023Q2 的 2.37%，环比下滑 0.23 个百分点。其中，销售利润率从 4.31% 下降到 3.79%，影响 ROE 为 0.32 个百分点，是 ROE 下行的最核心因素。而有色金属行业整体资产周转率从 2023Q1 的 0.29 上升至 2023Q2 的 0.30，提升 ROE 水平 0.08 个百分点。有色金属行业整体权益乘数从 2023 年一季度的 2.08 上升到 2023 年二季度的 2.09，提升 ROE 水平 0.02 个百分点。

表5：销售利润率与资产周转率提高，驱动 ROE 环比上升

	有色金属行业整体			
	ROE	销售利润率	资产周转率	权益乘数
2020Q3	1.51%	2.30%	0.28	2.36
2020Q4	1.83%	2.93%	0.27	2.28
2021Q1	1.98%	3.08%	0.29	2.24
2021Q2	2.98%	3.99%	0.33	2.24
2021Q3	3.01%	4.28%	0.32	2.18
2021Q4	2.49%	3.56%	0.33	2.14
2022Q1	3.68%	5.31%	0.32	2.15
2022Q2	4.32%	5.98%	0.33	2.17
2022Q3	3.12%	4.93%	0.30	2.13
2022Q4	2.57%	4.08%	0.30	2.09
2023Q1	2.59%	4.31%	0.29	2.08
2023Q2	2.37%	3.79%	0.30	2.09

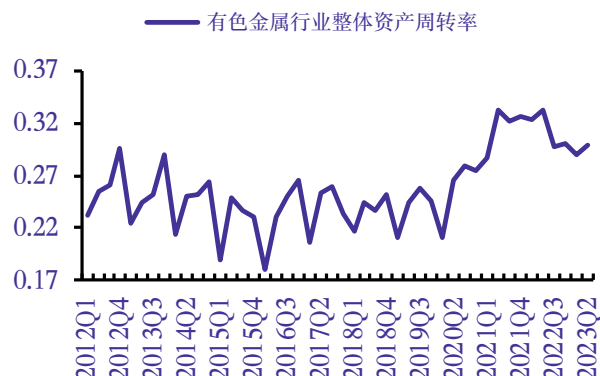
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图22：有色金属行业整体销售利润率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

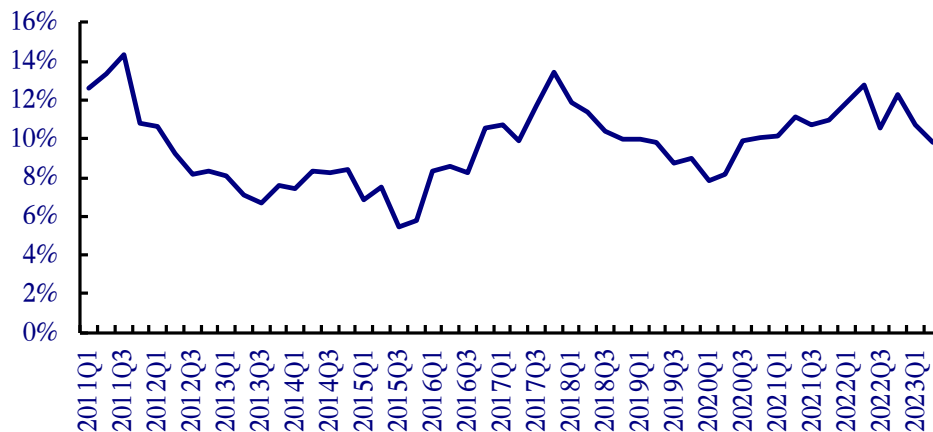
图23：有色金属行业整体资产周转率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

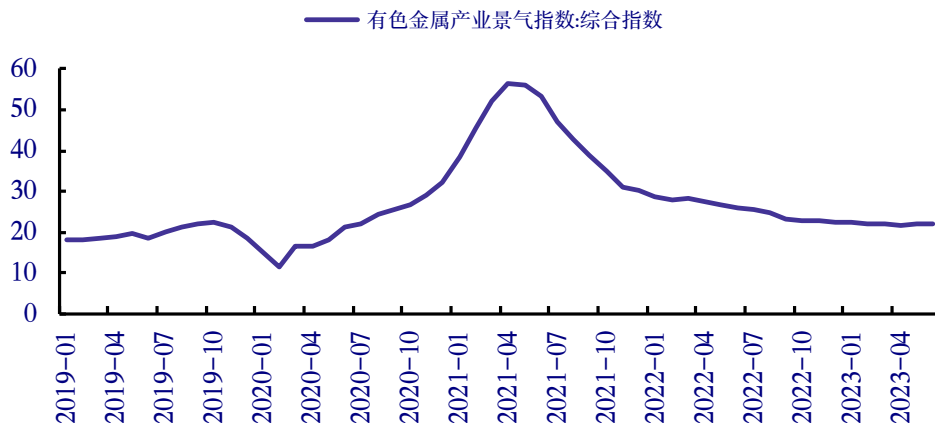
有色金属企业毛利率在 2023Q2 的下行主要是由于有色金属价格在二季度的下跌所引发的。有色金属企业 2023Q2 毛利率为 9.84%，较 2023Q1 环比下滑 0.91 个百分点。行业毛利率水平的下行，主要在经过年初经济复苏的强烈预期后，二季度疫情疤痕效应显现经济复苏势头回落，有色金属大宗商品价格受此影响在 2023Q2 下跌。南华有色金属指数 2023Q2 均价较 2023Q1 均价环比下跌 2.73%，同比下跌 4.45%，使有色金属企业盈利能力在二季度下滑。

图24：有色金属行业整体销售毛利率水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图25：有色金属行业景气度



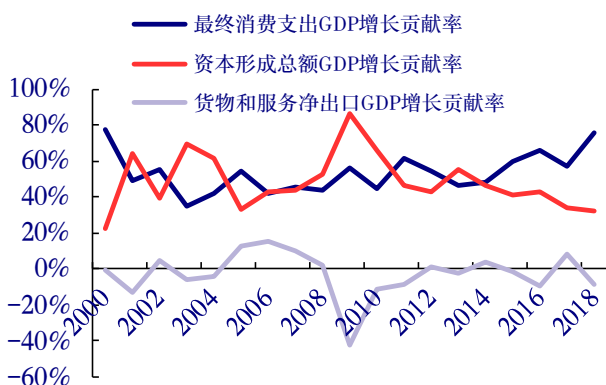
资料来源：中国有色金属工业协会，中国银河证券研究院

二、有色金属行业已成熟阶段，海外与新金属是未来新增长点

（一）国内有色金属行业未来发展空间已然不大

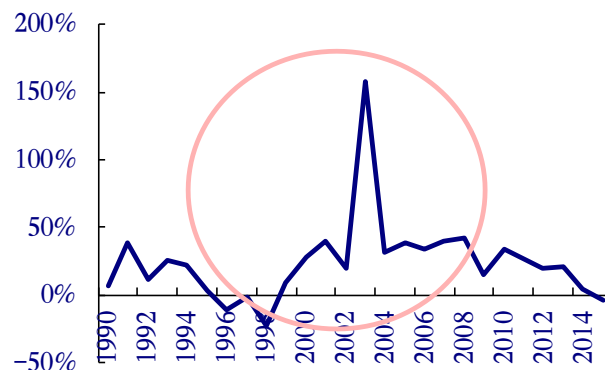
自 2000 年起，尤其是我国加入 WTO 组织后，我国全面进入全球经济的制造分工中，形成了南美提供资源，我国进行加工制造，西方发达国家进行消费的全球化产业链。而在我国成为全球经济产业链中最大体量的制造环节的情况下，需要大量的基建投资与制造业产能投放。投资也成为了当时拉动我国经济增长三驾马车中最为重要的一辆。在国内投资主导经济的 2000-2010 年阶段，有色金属需求也被大量的带动，有色金属行业的产能与产量被大量投放。

图26：2000-2010 年投资是拉动经济增长最为重要的需求



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图27：2000-2010 年有色金属行业固定资产投资增速大幅上升

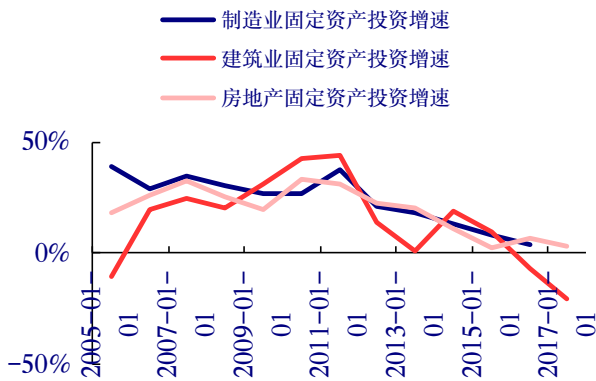


资料来源：中国有色金属工业年鉴，中国银河证券研究院

但 2015 年以来，我国经济发展进入“三期叠加”阶段，经济结构进行调整，粗放型的经济发展方式要向更讲究效率的经济发展方式进行转变，消费逐渐取代投资成为拉动经济发展最为重要的一环。在这种背景下，国内房地产固定资产投资增速、基建固定资产投资增速、制造业固定资产投资增速都请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

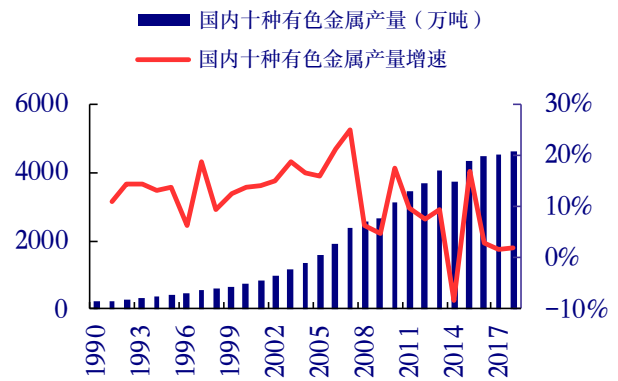
出现了不同程度的下滑，这也造成了国内对有色金属的需求边际减弱。此外，在国内越发重视环保的情况下，环保政策对有色金属这一高耗能、高污染行业的生产产生了极大的影响，有色金属行业的产能扩展受到政策方面的限制。在需求与政策的双重压制下，有色金属行业在国内的发展空间已然不大，而国内十种有色金属产品产量增速也出现了下滑。

图28：房地产、建筑业、制造业固定资产投资增速下滑



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图29：国内十种有色金属产量增速下滑



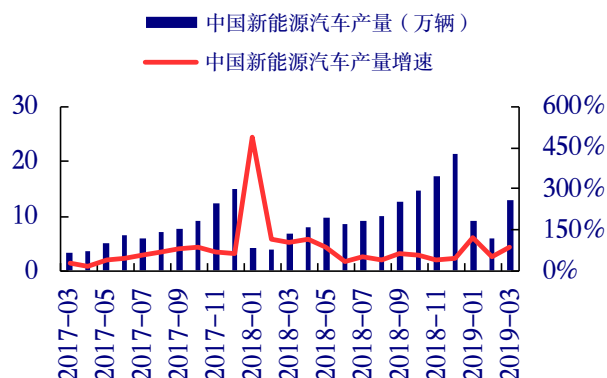
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

（二）海外与新金属将成为新未来增长看点

在国内有色金属行业因政策与需求制约发展情况不大的情况下，国内有色金属企业向海外发展，通过收购国外的矿山，从而来扩张自己的企业规模。如紫金矿业 2015 年以 25.5 亿元的价格收购目前全球未被开发最大规模的卡莫阿铜矿；中国五矿旗下的五矿资源 2014 年牵头组成财团以 70.05 亿美元收购秘鲁全球排名前十的 Las Bambas 铜矿；山东黄金 2017 年以 9.6 亿美元收购阿根廷贝拉德罗金矿项目 50% 股权；洛阳钼业 2016 年以 26.5 亿元收购刚果金 TFM 铜钴矿。越来越多的国内有色金属通过出海收购海外的优质矿山来扩宽未来的发展空间。

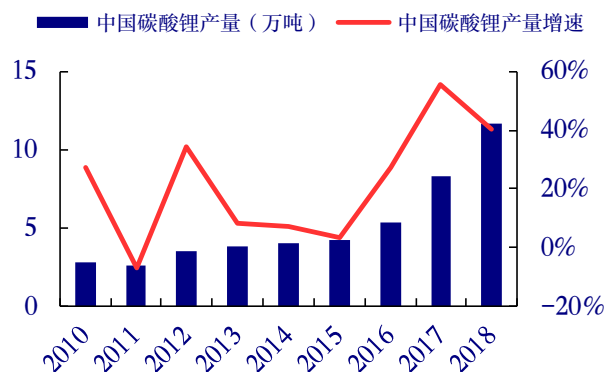
此外，新能源汽车的发展逐渐成为大势所趋。我国制定了新能源汽车补贴、积分政策大力扶持新能源汽车产业在国内的发展，力争 2020 年新能源汽车在国内的销量可以达到 200 万辆。而国外众多国家也出台了燃油车禁售时间表，如荷兰和挪威将在 2025 年禁售燃油车，印度也将在 2030 年禁止销售燃油车，而英国和法国也会在 2040 年全面禁售，从而来支持新能源汽车。新能源汽车的快速发展，带动了新能源汽车产业链最上游原材料钴锂资源这些新金属的崛起。钴锂需求在新能源汽车锂电池的拉动下显著增长，价格出现上涨，行业景气度也有明显的提升，开出成为有色金属行业中新兴的重要子行业。而像天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业这些企业也通过钴锂行业的风口完成了自我的成长。

图30：新能源汽车产量及增速



资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

图31：中国碳酸锂产量及产量增速



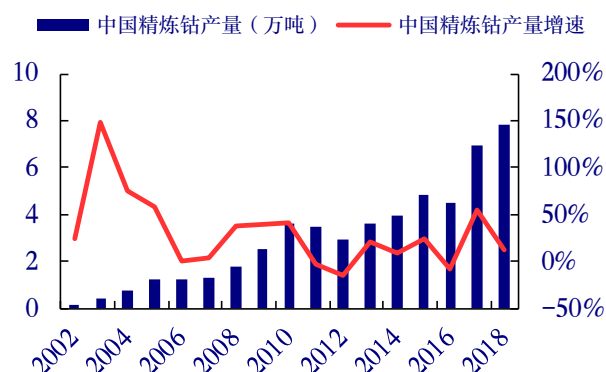
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图32：中国氢氧化锂产量及产量增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图33：中国精炼钴产量及产量增速

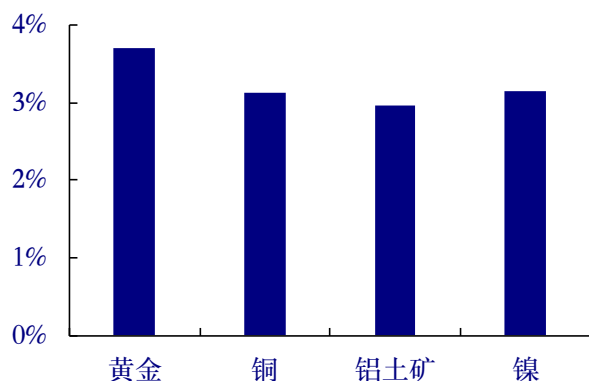


资料来源：中国金属网，中国银河证券研究院

（三）海外矿山资源占优，国内冶炼产能领先

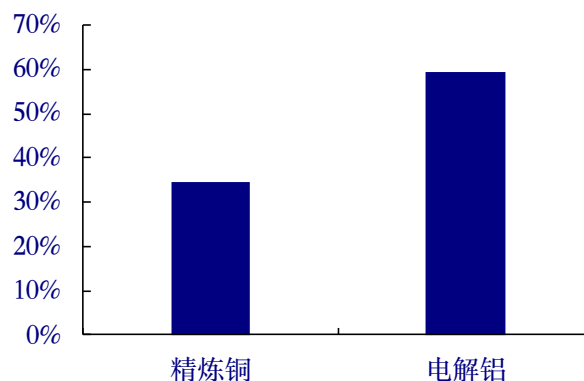
我国由于有色金属矿产资源比较贫乏，主要的金属品种矿产储量在全球中的占比都不算高。全球主要的有色金属矿山如全球十大铜矿山、全球十大锌矿山，甚至是锂矿山、钴矿山都集中在南美洲、澳大利亚等地，我国大规模的金属矿山数量并不多。而资源储量较少，造成了国内的有色金属精矿产量不高。但我国作为全球最为重要的制造业大国，有色金属冶炼工业发达，我国主要金属品种的冶炼产能都在全球名列前茅。而有色金属精矿是有色金属冶炼的原材料，这令我国需要从国外进口大量的有色金属精矿，在国内冶炼加工成精炼金属后，再出口或者当地深加工。

图34：中国主要有色金属品种储量在全球总储量的占比不高



资料来源：美国地质调查局，中国银河证券研究院

图35：中国主要有色金属冶炼产能在全球总产能中占比较高



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、有色金属行业面临的发展问题与建议

（一）有色金属行业发展所面临的问题

1. 国内有色金属资源匮乏

虽然国内有色金属产量位居世界前列，但我国有色金属的产能主要集中在有色金属产业链中游的冶炼端，而上游资源端由于我国的资源匮乏，使我国有色金属冶炼产能要远高于有色金属矿石采选产能。我国每年都需要从国外进口大量的有色金属精矿，以满足有色金属冶炼的原料需求。因此，我国有色金属行业对外的资源依存度较高。如我国国内的铜精矿产量为 150 万吨左右，但我国精炼铜的产量高达 766 万吨，这就使我国需要从海外进口 600 多万吨的铜精矿资源，以满足国内生产的需要。此外，我国电解铝产业链上游资源端铝土矿的对外依存度也高达 40% 以上。

图36：2008-2019 年中国铝土矿消耗量和对外依存度



资料来源：ALD，中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

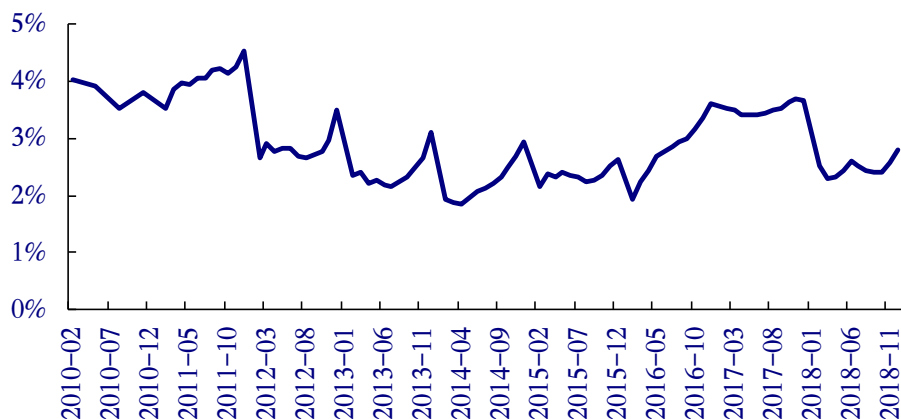
2. 有色金属行业容易形成产能过剩

由于有色金属行业尤其使中游冶炼环节准入门槛低、需求规模大、产业链长，可以为当地提供大量的劳动力需求与经济产值。因此地方企业与地方政府期望新建大量的有色金属产能，以获得经济效益与政治业绩，而这极易造成有色金属行业的产能过剩问题。在我国政府 2015 年年底提出供给侧改革时，明确提出有色金属行业中的一些细分子行业，如电解铝行业有严重的产能过剩问题。产能过剩不但使有色金属行业的经济效益低下，有色金属企业长时间处于亏损状态，还使国内面临了许多高能耗与环保的压力。

3. 有色金属行业产品附加值较低

由于我国有色金属行业主要的产能集中在产业链中游的冶炼端，上游的矿产采选资源端与下游的有色金属深加工端产能较少，而中游的冶炼产能因为门槛较低，这使我国有色金属行业产品的附加值较低，有色金属行业的总体毛利率较低，且极易受到有色金属价格的影响造成有色金属行业的毛利率水平的波动。此外，我国有色金属行业低技术含量、低毛利率产品的出口容易造成国外市场的反倾销针对。如美国对我国出口的铝箔产品进行反倾销立案及惩罚等。

图37：有色金属冶炼及压延加工业销售利润率较低



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）色金属行业发展建议

1. 有色金属企业出海收购国外优质矿山

为解决我国资源匮乏，有色金属矿资源需要从国外大量进口，国内有色金属冶炼生产产能对外依存度高的问题。政府与行业协会应该鼓励我国有实力的企业应出海在全球寻找优质矿山，通过收购优质矿山，从而来保证我国有色金属企业原料供应与生产安全。如近些年中国五矿、紫金矿业、天齐锂业、山东黄金等有色金属央企、民企纷纷出海收购海外的优质矿山资源。

2. 政府行业出台行业政策，限制产能过剩行业新产能投放

为解决国内有色金属行业产能过剩的问题，国家政府与行业协会应该统一协调，出台行业政策来限制有色金属行业过剩产能的新增产能，并淘汰高成本、高能耗的落后产能，保证有色金属行业的稳定发展。如 2017 年政府与有色金属行业协会联合对产能过剩的电解铝行业实行供给侧改革，淘汰电解铝行业的违规产能，严格限制电解铝行业的新增产能投放，扭转了电解铝行业长时间亏损的状况。

3. 加快有色金属产业的升级改造，大力发展新材料高附加值金属产品

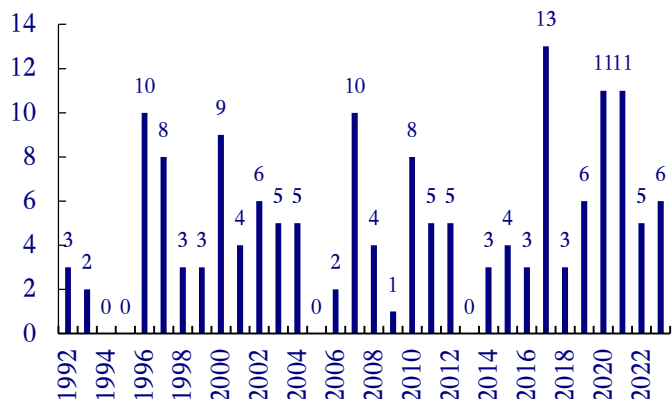
我国有色金属企业应该在政府与行业协会的统一指导下，加快对我国有色金属产业的升级改造，加强对高精尖有色金属深加工材料的研发投入，着力发展有色金属新材料，提升有色金属深加工产品的附加值，从而来提升我国有色金属深加工产品在国际市场的竞争力与我国有色金属企业的盈利能力。

四、有色金属行业在资本市场的发展

（一）有色金属行业上市高峰期已过，市值占比呈下行趋势

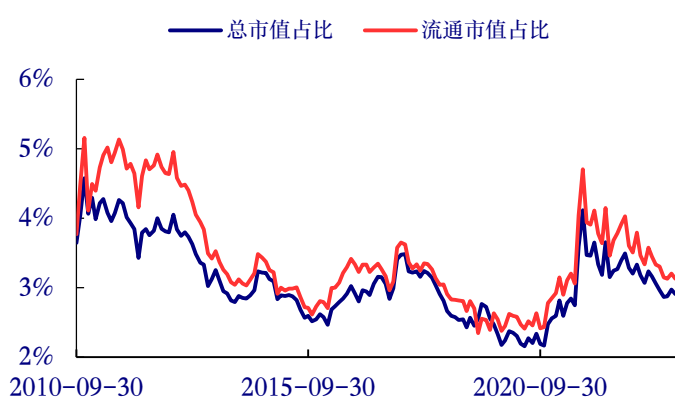
根据 SW 行业分类标准，有色金属行业属于 28 个 SW 一级行业之一，共有 141 家上市公司，其中 2017 年有色金属行业迎来上市高峰期，共有 13 家企业进行上市。目前有色金属行业流通市值占全部 A 股总流通市值的 3.11%，有色金属行业总市值占全部 A 股总市值的 2.90%。

图38：A 股有色金属企业上市数量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图39：A 股有色金属行业市值占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从上市公司、行业协会以及国家统计局所披露的数据看，2018 年底我国有色金属行业规模以上企业数量为 8398 家，A 股已上市企业占有有色金属行业总企业数量的 1.42%，而 A 股有色金属行业上市企业总营业收入占国家统计局所统计国内有色金属行业总营业收入的 28%，A 股有色金属行业上市企业总资产占有有色金属行业企业总资产的 36%。这表明有色金属行业中仍有大量的企业未进行上市。但考

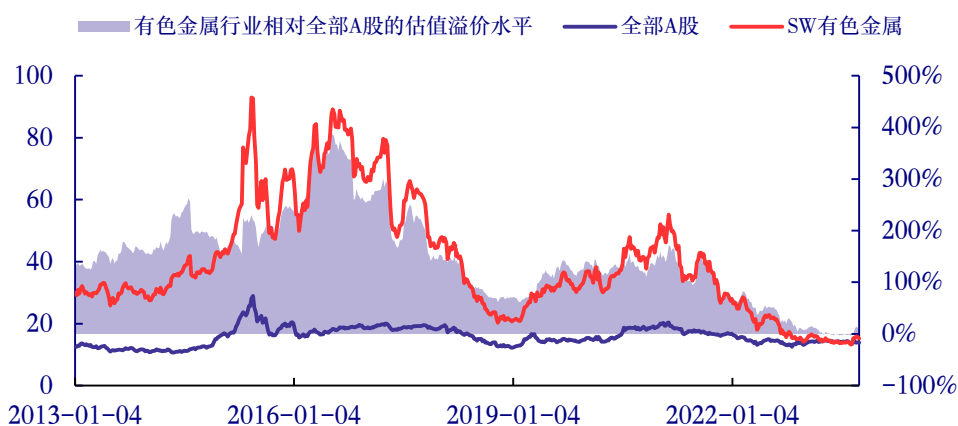
考虑到有色金属冶炼小企业众多，规模小难以上市，而大型有色金属企业已基本实现上市，因此未来有色金属行业市值占总 A 股市场仍将呈现下行趋势。

（二）有色金属行业估值处于历史底部附近

有色金属作为典型的强周期行业，其估值运行方式也呈现出典型的周期性行业估值特点。有色金属行业的估值水平相对其他行业并不稳定，波动较大，在有色金属行业盈利较差时市场会给予有色金属行业较高的相对估值，而在有色金属行业的盈利高峰时市场反而会对有色金属行业给予较低的相对估值。假如我们用绝对估值法的思维角度去考虑有色金属行业的相对估值，市场一般在有色金属价格顶点、有色金属企业盈利顶点时给其自身历史上较低的市盈率。这是因为绝对估值法的本质是未来自由现金流的数量、时间与风险，当有色金属行业作为周期性行业其有色金属价格和有色金属企业盈利能力在高点时，市场认为有色金属价格未来能维持在这样一个高点、有色金属企业未来能维持在目前高利润状态的可能性不大，即电有色金属企业的未来可以获得当时同样数量的自由现金流的风险加大，这造成了在盈利高点时有色金属企业的相对估值下降，也是使电有色金属企业 EPS 高点时 PE 下行的主要原因。

从与大盘估值的对比来看，有色金属行业由于资源的稀缺性，属于高估值板块。目前 A 股有色金属行业一年滚动市盈率 15.24 倍（TTM 整体法，剔除负值），而全部 A 股为 13.85 倍，分别较 2013 年以来的历史均值低 61.85% 与 12.61%。行业估值溢价率方面，目前有色金属行业的估值溢价率较历史平均水平低 93.13 个百分点。当前值为 10.03%，历史均值为 145.99%。

图40：有色金属行业估值及溢价分析



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从国际估值的横向比较维度来看，由于行业指数成分不同以及大盘总体影响，国内有色金属行业市盈率一直以来要高于美国与香港金属与采矿行业的市盈率。目前国内有色金属行业的动态市盈率为 15.24 倍。同期美股金属矿藏与采掘行业的市盈率为 6.17 倍，港股金属与采矿行业的市盈率为 12.64 倍。

图41：各国有色金属板块 PE 比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从 A 股有色金属行业的历史估值的纵向比较来看，假若以有色金属行业整体 2023 年半年报业绩乘以 2，保守预计全年业绩，则目前有色金属行业整体的市盈率为 16.93x，市净率为 2.15x，显著低于 2010 年以来 39.44x 的市盈率与 3.07x 的市净率估值中枢。

图42：A 股有色金属行业 PE 估值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

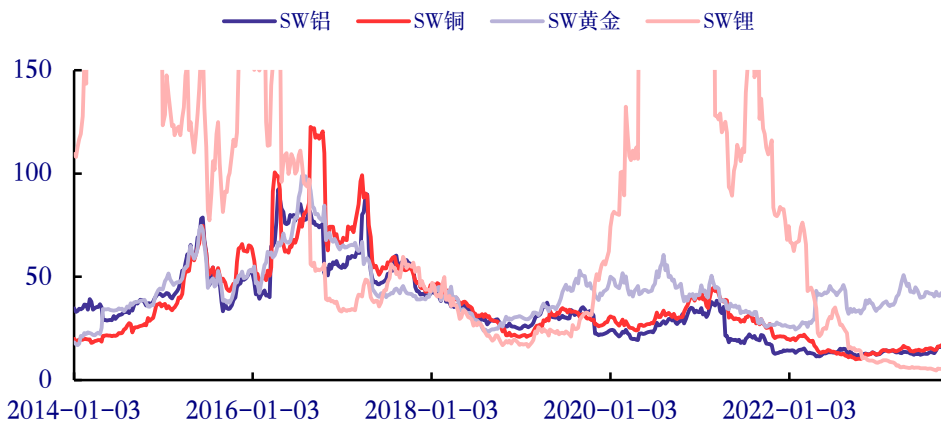
图43：A 股有色金属行业 PB 估值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从有色金属行业子行业的估值情况来看，铜、铝、黄金、锂行业的市盈率都处于历史的较低位。从子行业间的横向比较来看，由于黄金资源的稀缺性较高，这使黄金板块的市盈率估值在行业都有利润的情况下要高于铜、铝板块。而锂因为新能源汽车的广阔前景，市场在锂行业还没有利润的情况下市场给与其较高估值。

图44：有色金属子行业估值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、投资建议与核心组合

国内稳增长政策持续出台与落地，经济企稳回升，下游消费与宏观预期好转驱动铝价稳步上涨。国内电解铝新增产能投复产已过高峰期，后续新增产能较少；经济复苏与开工旺季支撑下需求或将逐步转强，处于历史库存低位的电解铝价格有望维持上涨势头。成本稳定下铝价的上涨进一步拉动了电解铝行业利润的走阔，9月国内电解铝行业平均利润已环比增加29%至3315元/吨，并有望随着电解铝价格的上涨继续提升。建议关注A股电解铝行业龙头云铝股份（000807）、神火股份（000933）、天山铝业（002532）。

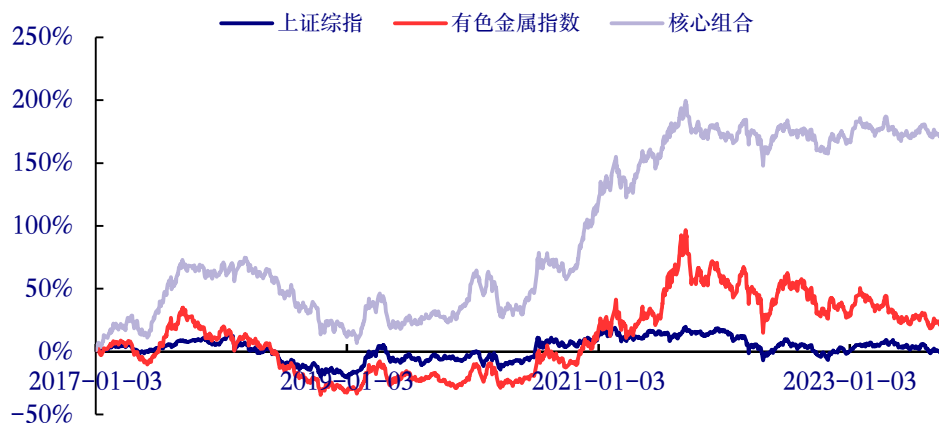
美联储9月议息会议保持联邦基金利率不变，但点阵图上暗示年内还将加息一次。而美国9月强劲的经济与就业数据，以及原油价格持续上涨引发通胀回升可能的担忧，使市场对美联储在11月加息的预期提升，这驱动美国长期国债利率与美元指数的上涨。美国10年期与30年期国债收益皆创下2007年以来最高水平，并拉升了美国实际利率，美元指数升也至年内最高的107，打压了黄金价格。但美国9月非农就业报告中虽然新增就业人数超预期，但工资增幅低于预期，显示美国就业缺口正在改善，就业市场逐步降温，有利于中长期美国通胀的下行。而在美国国债收益率皆创新高后，我们认为市场对于美联储后续的加息预期已有所消化，本轮加息周期接近尾声，黄金配置窗口再度打开，建议关注山东黄金（600547）、中金黄金（600489）、银泰黄金（000975）、赤峰黄金（600988）。

表6：有色金属行业核心组合

证券代码	证券简称	推荐理由	月涨幅(%)	累计涨幅(%)	绝对收益率(%)	相对收益率(%)	入选时间
002466.SZ	天齐锂业	新能源上游锂行业龙头	-4.59	128.11	139.08	109.23	2017/1/1
603799.SH	华友钴业	新能源上游钴行业龙头	-5.99	6.65	13.45	-12.23	2017/1/1
000807.SZ	云铝股份	碳中和铝行业龙头	4.57	47.61	41.15	44.59	2018/1/1
601899.SH	紫金矿业	行业龙头，铜产能释放	-1.86	170.76	175.89	167.74	2018/1/1
600362.SH	江西铜业	经济复苏铜行业龙头	1.90	-3.65	-5.45	-22.53	2017/1/1

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图45：核心推荐组合入选至今收益率变动（等权重）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

六、风险提示

- 1) 有色金属价格大幅下跌的风险；
- 2) 国内经济复苏不及预期的风险；
- 3) 美联储加息超预期的风险；
- 4) 全球地缘政治对抗超预期的风险。
- 5) 有色金属下游需求不及预期的风险。

图表目录

图 1: 有色金属产业链结构.....	3
图 2: 有色金属行业景气度受经济周期波动影响.....	4
图 3: 中国规模以上工业增加值增速.....	4
图 4: 中国制造业采购经理人指数 PMI.....	4
图 5: 铜下游需求占比.....	5
图 6: 铝下游需求占比.....	5
图 7: 房地产销售、新开工、竣工增速.....	5
图 8: 基建固定资产投资完成额累计增速.....	5
图 9: 汽车产量、销量增速.....	6
图 10: 电网投资完成额增速.....	6
图 11: 电解铜新增产能与增速.....	6
图 12: 电解铝新增产能与增速.....	6
图 13: 有色金属矿采选业固定资产投资增速.....	7
图 14: 有色金属冶炼及压延加工业固定资产投资增速.....	7
图 15: 阴极铜期货活跃合约收盘价(元/吨).....	10
图 16: 铝期货活跃合约收盘价(元/吨).....	10
图 17: 黄金期货活跃合约收盘价(元/克).....	10
图 18: 锌期货活跃合约收盘价(元/吨).....	10
图 19: 有色金属行业整体累计收入增速.....	11
图 20: 有色金属行业整体累计业绩增速.....	11
图 21: 有色金属行业整体 ROE 水平.....	12
图 22: 有色金属行业整体销售利润率.....	13
图 23: 有色金属行业整体资产周转率.....	13
图 24: 有色金属行业整体销售毛利率水平.....	13
图 25: 有色金属行业景气度.....	14
图 26: 2000-2010 年投资是拉动经济增长最为重要的需求.....	14
图 27: 2000-2010 年有色金属行业固定资产投资增速大幅上升.....	14
图 28: 房地产、建筑业、制造业固定资产投资增速下滑.....	15
图 29: 国内十种有色金属产量增速下滑.....	15
图 30: 新能源汽车产量及增速.....	16
图 31: 中国碳酸锂产量及产量增速.....	16
图 32: 中国氢氧化锂产量及产量增速.....	16
图 33: 中国精炼钴产量及产量增速.....	16
图 34: 中国主要有色金属品种储量在全球总储量的占比不高.....	17
图 35: 中国主要有色金属冶炼产能在全球总产能中占比较高.....	17
图 36: 2008-2019 年中国铝土矿消耗量和对外依存度.....	17
图 37: 有色金属冶炼及压延加工业销售利润率较低.....	18
图 38: A 股有色金属企业上市数量.....	19
图 39: A 股有色金属行业市值占比.....	19
图 40: 有色金属行业估值及溢价分析.....	20
图 41: 各国有色金属板块 PE 比较.....	21
图 42: A 股有色金属行业 PE 估值.....	21
图 43: A 股有色金属行业 PB 估值.....	21
图 44: 有色金属子行业估值.....	22
图 45: 核心推荐组合入选至今收益率变动(等权重).....	23

表格目录

表 1: 电解铝行业主要供给侧改革政策.....	7
表 2: 电解铝供给侧改革停产停建相关地方政府政策.....	8
表 3: 采暖季限产政策限制有色金属行业生产	8
表 4: 山西省与河南省环保督察制约铝土矿生产	9
表 5: 销售利润率与资产周转率提高, 驱动 ROE 环比上升.....	12
表 6: 有色金属行业核心组合	22

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：华立，金融投资专业硕士研究生毕业，2014 年加入银河证券研究院，从事有色金属行业研究。

分析师：阎予露，2021 年加入银河证券研究院，从事有色金属行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。