

分析师:周建华

执业证书编号: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50588666-8157

## 万物总有当狗时,有色周而复始待新时期

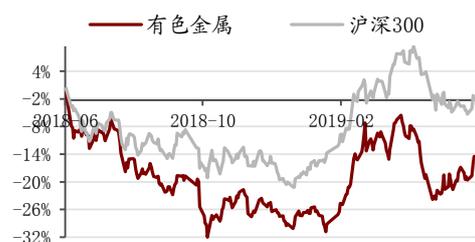
### ——有色金属行业半年度策略

## 证券研究报告-行业半年度策略

## 同步大市(维持)

### 有色金属相对沪深300指数表现

发布日期: 2019年06月14日



### 相关报告

- 1 《有色金属行业月报:全球经济动能衰减,避险情绪再度升温》 2019-06-04
- 2 《有色金属行业月报:贸易谈判再起波澜,工业金属反弹受阻》 2019-05-07
- 3 《有色金属行业月报:宏观环境改善,有利工业金属价格企稳》 2019-04-17

联系人:李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

### 投资要点:

- **国内有色行业基本面较差。**从全国有色行业运行状况来看,2018年和2019年一季度,有色金属矿采选业的营业收入同比增速分别为2.8%、1.0%,利润总额同比增速分别为0.2%、-14.9%;有色金属冶炼及压延加工业的营业收入同比增速分别为8.9%、10.0%,利润总额同比增速分别为-9.0%、-12.6%。从上市公司运行状况来看,2018年和2019年一季度,有色行业上市公式营收收入同比增速分别为7.5%、5.7%,归母净利润同比增速分别为-58.2%、-35.8%。自2015年末开启供给侧改革后,行业景气度持续回升,在2017年中达到高点,此后行业景气度持续下降。
- **全球宏观判断:青山遮不住,毕竟东流去。**自2018年一季度以来,在中美贸易冲突的乌云笼罩下,除美国经济一枝独秀外,其他经济体都受到不同程度的冲击,中国、欧盟和日本经济增速都呈现下滑态势。但即使美苏冷战、美日贸易战期间,都没有阻挡全球经济前进的步伐,经济依然是时好时坏,周期波动,循环往复。周期可能迟到,但不会缺席,如果衰退真的到来,将是我们战略投资有色金属的大好时机。同时,我们认为中国“一带一路”战略、美国2万亿美元基建目标和印度莫迪新任期将有利于全球新一轮基础设施建设。长期来看,有色金属行业有望迎来新的周期。
- **A股有色板块或临近战略投资期。**最近20年A股有色板块有4次比较好的战略投资期,分别是2005年、2008年四季度、2014年上半年,和2015年末。我们发现其中三次战略投资机遇期有一个共同特点:全行业的收入出现负增长。2019年前3月有色采矿业的收入已回落至0.6%。可以预见,随着中美贸易冲突的反复和升级,市场悲观预期上升,2019年下半年有色行业收入增速有可能陷入负增长,同时,有色行业的市盈率和市净率已经接近历史最低水平。未来一段时间可能迎来一次有色金属的战略投资期。
- **给予有色金属行业“同步大市”评级。**截止5月底有色板块PE为32.4倍,贵金属36.8倍,基本金属30.7倍,稀有金属32.7倍,处于历史估值中位数35.2倍下方。建议关注板块:黄金、铜、钴、钛和稀土;建议关注公司:山东黄金、紫金矿业、云南铜业、洛阳钼业、华友钴业、宝钛股份、北方稀土和厦门钨业。

**风险提示:** (1) 全球宏观经济下行; (2) 中美贸易冲突持续升级。

## 内容目录

<b>1. 回顾与展望</b> .....	<b>5</b>
1.1. 行业基本面：收入接近零增长，利润陷入负增长 .....	5
1.2. 上半年有色板块表现：同步大市，弹性较高 .....	6
1.3. 展望：战略布局期或将临近 .....	7
<b>2. 有色的逻辑：价格、宏观、技术和供需</b> .....	<b>9</b>
2.1. 有色行业分类及逻辑差异 .....	9
2.2. 有色金属价格决定企业利润和股价 .....	9
2.3. 决定有色金属价格的三大因素：宏观、技术和供需 .....	10
<b>3. 全球宏观判断：青山遮不住，毕竟东流去</b> .....	<b>12</b>
3.1. 美、中、印三国的远景规划 .....	12
3.2. 宏观背景与有色金属消费 .....	14
<b>4. 有色子行业：避险黄金、长期多铜、钴在底部、钛要高端、稀土缩供</b> .....	<b>15</b>
4.1. 黄金：避险的选择 .....	15
4.2. 铜：供给偏紧 .....	16
4.2.1. 需求：电力需求下滑，地产家电需求较好 .....	16
4.2.2. 供给：铜矿供给偏紧 .....	17
4.2.3. 供需关系和价格走势 .....	18
4.3. 钴：需求增长较快，供给相对过剩 .....	19
4.3.1. 需求：新能源汽车高增长 .....	19
4.3.2. 供给：集中释放，相对过剩 .....	20
4.3.3. 供需关系及价格走势 .....	20
4.4. 钛材：低端过剩，高端短缺 .....	21
4.4.1. 需求：高端钛材需求预期强烈 .....	21
4.4.2. 供给：落后产能淘汰压低总供给 .....	21
4.4.3. 供需关系及价格走势 .....	22
4.5. 稀土：环保加强和限制进口推升价格 .....	23
4.5.1. 需求：新材料领域需求旺盛 .....	23
4.5.2. 供给：打黑和环保力度加大，限制缅甸进口 .....	24
4.5.3. 供需关系及价格走势 .....	25
<b>5. 行业投资评级及策略</b> .....	<b>26</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>26</b>

## 图表目录

图 1：全国有色金属矿采选业和有色金属冶炼及压延加工业的主营收入同比增速 .....	5
图 2：全国有色金属矿采选业和有色金属冶炼及压延加工业的利润总额同比增速 .....	5
图 3：A 股有色行业营收和归属母公司股东净利润同比增速 .....	6
图 4：有色金属指数和大盘指数走势对比 .....	6
图 5：2019 年前 5 个月行业指数和大盘指数涨跌幅（%） .....	6
图 6：有色板块指数（点）和上证综指（点）关联图 .....	7
图 7：A 股有色板块指数（点）和全国有色行业收入增速（%）关联图 .....	7
图 8：有色板块指数（点）和市盈率（倍） .....	8
图 9：有色板块指数（点）和市净率（倍） .....	8
图 10：华友钴业股价和 LME 钴价关联图 .....	10

图 11: 全球名义 GDP 增速和 LME 基本金属价格指数关联图.....	11
图 12: 摩根大通全球综合 PMI (%) 和 LME 基本金属指数 (点) 关联图 .....	11
图 13: 中国名义 GDP 增速和南华金属指数关联图 .....	11
图 14: 美国、中国、欧盟和日本 GDP 增速(%) .....	13
图 15: “一带一路”示意图 .....	13
图 16: 印度 GDP 和增速 .....	13
图 17: 印度人口将超过中国 .....	13
图 18: 人均铜消费与人均 GDP .....	14
图 19: 印度人口结构图 .....	14
图 20: 全球精炼铜消费量及同比增速.....	14
图 21: 美国、中国和印度历年人均 GDP (美元) 对比 .....	15
图 22: 美国国债平均实际利率和黄金价格(美元/盎司) .....	16
图 23: 黄金价格 (美元/盎司)与美元指数(点).....	16
图 24: 美国和中国占全球 GDP 比重(%).....	16
图 25: 美国占全球 GDP 比重(%)与美元指数.....	16
图 26: 电网基本建设投资完成额及同比增速.....	17
图 27: 电网基本建设投资完成额同比增速 (月) .....	17
图 28: 房地产开发投资额及同比增速.....	17
图 29: 70 城新建房价同比及环比增速 .....	17
图 30: 空调产量及同比增长 .....	17
图 31: 汽车销量及同比增速 .....	17
图 32: 全球精炼铜产量及同比增速 .....	18
图 33: 国内铜粗炼费 (TC) 走势.....	18
图 34: LME 铜期货价格和 WBMS 铜供需平衡 .....	18
图 35: LME 铜价及库存 .....	19
图 36: SHFE 铜价及库存 .....	19
图 37: 全球智能手机季度出货量及同比增速.....	19
图 38: 国内新能源汽车销量及同比增速 .....	19
图 39: 全球钴产量及同比增速 .....	20
图 40: 嘉能可钴产量及同比增速 .....	20
图 41: 国内钴市场价 .....	20
图 42: 钛加工材下游消费量比例.....	21
图 43: 国内钛加工材消费量及同比增速 .....	21
图 44: 航空航天钛材消费 .....	21
图 45: 钛加工材出口量及同比增速 .....	21
图 46: 国内海绵钛产量及同比增速 .....	22
图 47: 国内钛锭产能及同比增速 .....	22
图 48: 国产海绵钛价格走势 (元/千克) .....	22
图 49: 下游行业稀土消费比例 .....	23
图 50: 新材料领域稀土消费比例 .....	23
图 51: 全球和中国稀土产量 .....	24
图 52: 我国稀土进口量及同比增速 .....	24
图 53: 氧化镨价格 (元/公斤) .....	25
图 54: 氧化镨价格 (元/吨) .....	25
图 55: 有色板块与大盘 PE (倍) 对比 .....	26

---

表 1: 有色金属的投资逻辑 .....	9
表 2: 有色行业上中下游盈利模式及与金属价格相关性 .....	9
表 3: 稀土种类及应用领域 .....	23
表 4: 部分稀土氧化物价格 .....	25

## 1. 回顾与展望

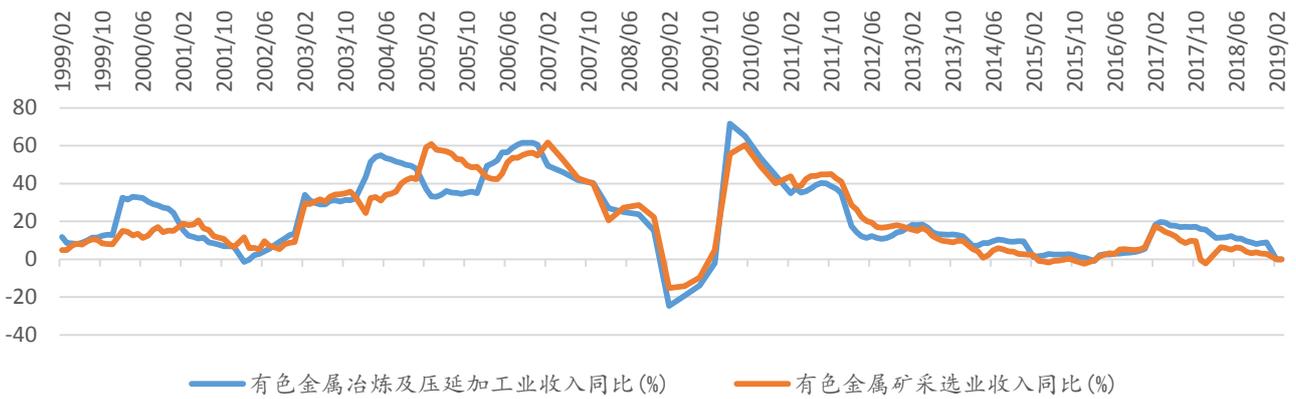
### 1.1. 行业基本面：收入接近零增长，利润陷入负增长

从全国有色行业运行状况来看，2018年和2019年一季度，有色金属矿采选业的营业收入同比增速分别为2.8%、1.0%，利润总额同比增速分别为0.2%、-14.9%；有色金属冶炼及压延加工业的营业收入同比增速分别为8.9%、10.0%，利润总额同比增速分别为-9.0%、-12.6%。

从有色行业上市公司运行状况来看，2018年和2019年一季度，有色行业上市公司营业收入同比增速分别为7.5%、5.7%，归属母公司股东净利润同比增速分别为-58.2%、-35.8%。

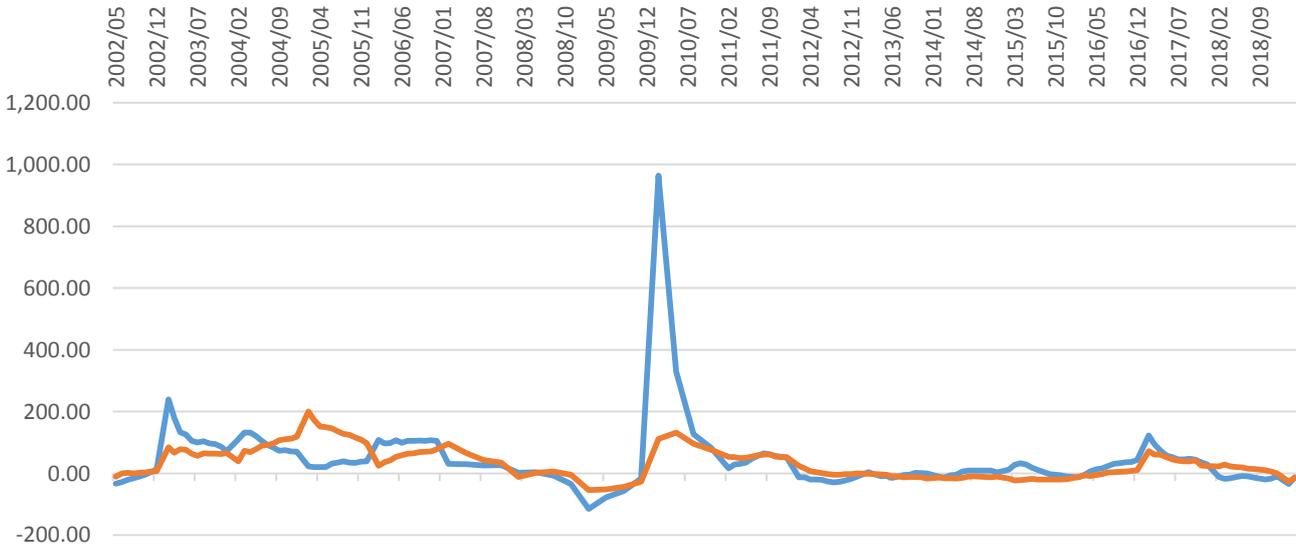
自2015年末开启供给侧改革后，行业景气度在2016年持续回升，自2017年年中达到高点，此后行业景气度持续下降，当前行业收入接近零增长，利润陷入负增长，回到供给侧改革开始前的水平。

图 1：全国有色金属矿采选业和有色金属冶炼及压延加工业的主营收入同比增速



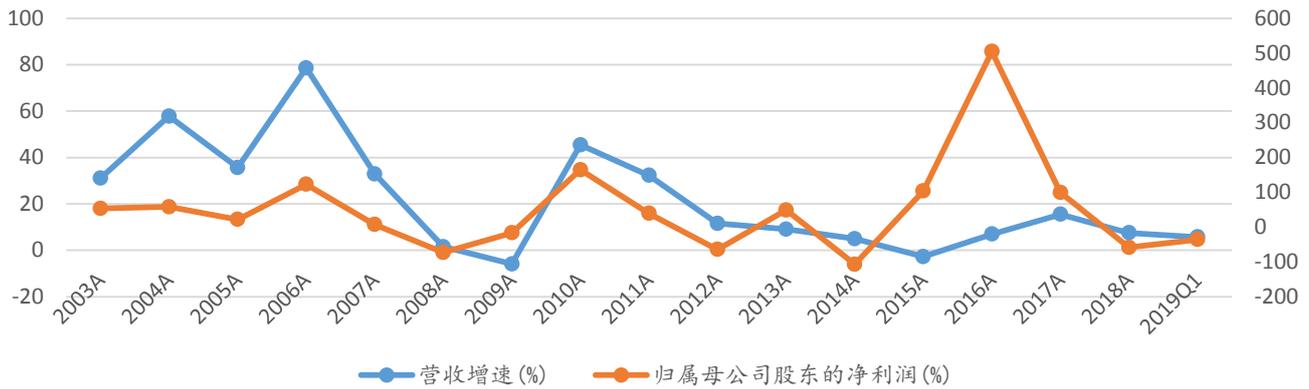
资料来源：Wind，中原证券

图 2：全国有色金属矿采选业和有色金属冶炼及压延加工业的利润总额同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 3: A 股有色行业营收和归属母公司股东净利润同比增速

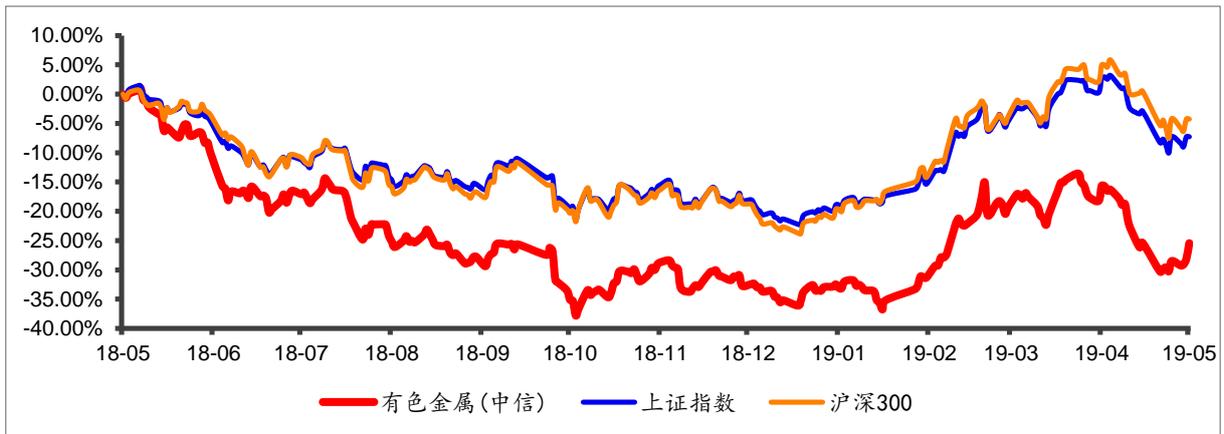


资料来源: Wind, 中原证券

### 1.2. 上半年有色板块表现: 同步大市, 弹性较高

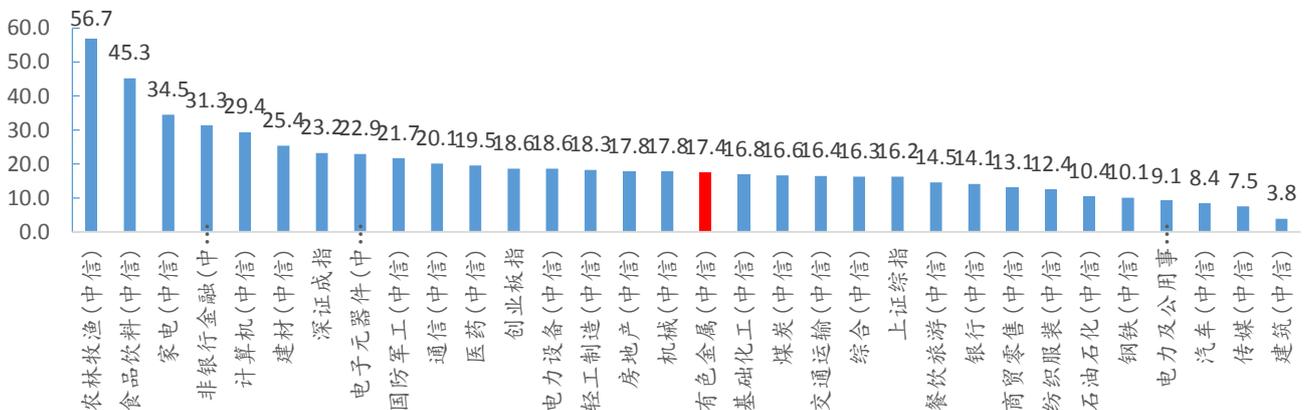
2019 年前 5 个月有色板块上涨 17.39%, 上证综指上涨 16.23%, 有色板块小幅大盘指数; 在 29 个行业涨跌幅位于第 15 位, 行业对比表现中等。在大盘上涨阶段, 有色板块的走势明显强于大盘; 在大盘下跌阶段, 有色板块的走势又明显弱于大盘, 体现了有色的高弹性。

图 4: 有色金属指数和大盘指数走势对比



资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 2019 年前 5 个月行业指数和大盘指数涨跌幅 (%)

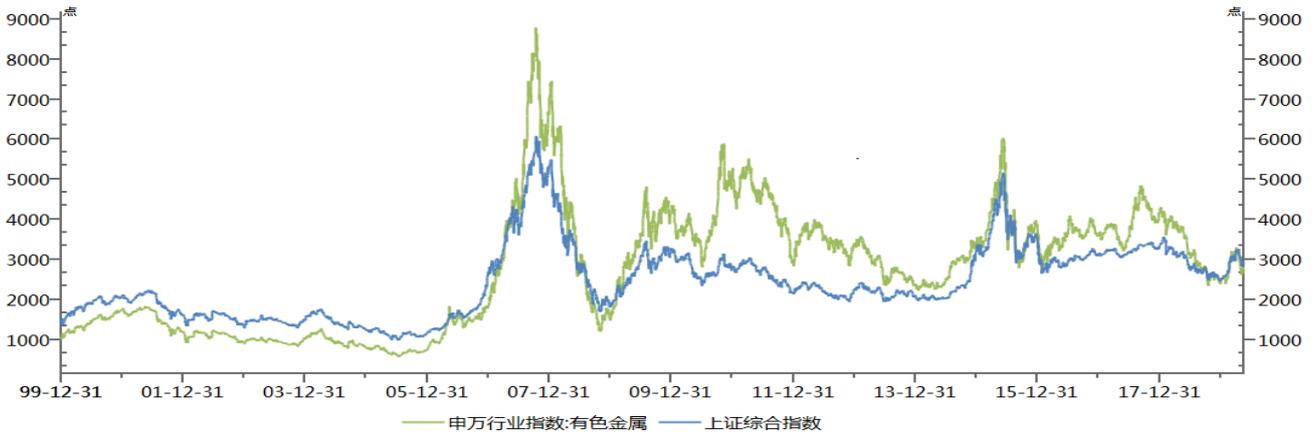


资料来源: Wind, 中原证券

1.3. 展望：战略布局期或将临近

**有色股价与大盘走势：**过去 20 年，有色金属指数和大盘指数的相关度比较高，走势基本一致，牛市中强于大盘，熊市中弱于大盘。2009 年政府实施“四万亿”救市计划后，推动基建、地产等行业蓬勃发展，有色板块明显强于大盘，牛市行情结束的时间晚于大盘；但 2011-2015 年漫长的经济放缓期，有色板块随大盘持续下行，下跌幅度也更大。2015 年末供给侧改革开启，2016-2017 年大盘呈现缓慢上涨格局，有色表现则明显好于大盘。2018 年中美贸易冲突导致大盘持续下跌，有色板块也从高位下跌，跌幅更深。

图 6：有色板块指数（点）和上证综指（点）关联图

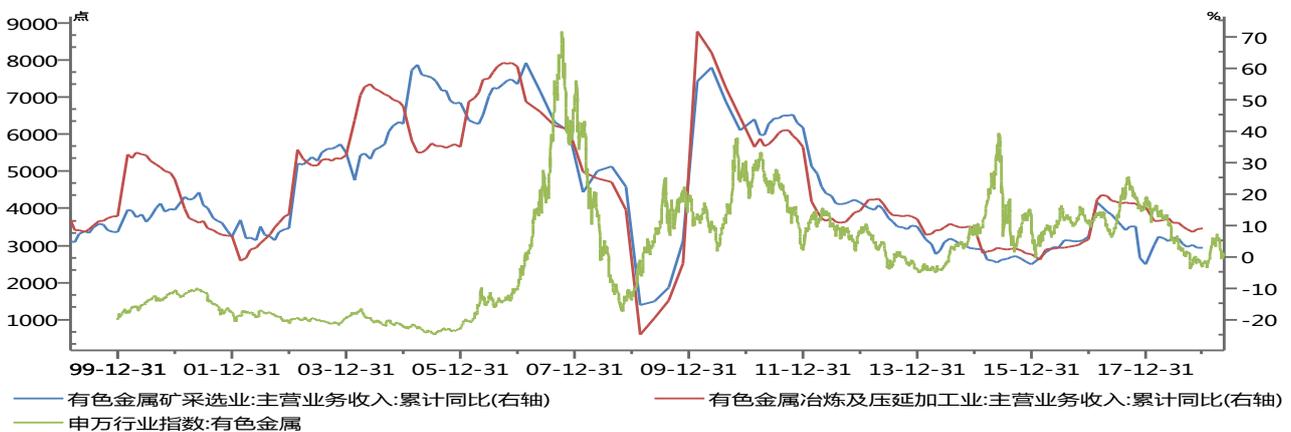


数据来源：Wind

资料来源：Wind，中原证券

**有色股价与行业收入增速：**有色板块走势和行业的收入增速走向基本一致：收入增速向上时，股价向上；收入增速向下时，股价向下。当然也有 2 次例外的情况：一次是 2001-2005 年，有色行业收入增速持续向上，但股价随大盘熊市持续走低；另外一次是 2014-2015 年，有色行业的收入增速向下的趋势并未改变，但股价随着当时的牛市而持续走高；其他大部分时间，收入增速的方向和股价的方向一致。同时，股价往往领先于收入增速的趋势变化。

图 7：A 股有色板块指数（点）和全国有色行业收入增速（%）关联图

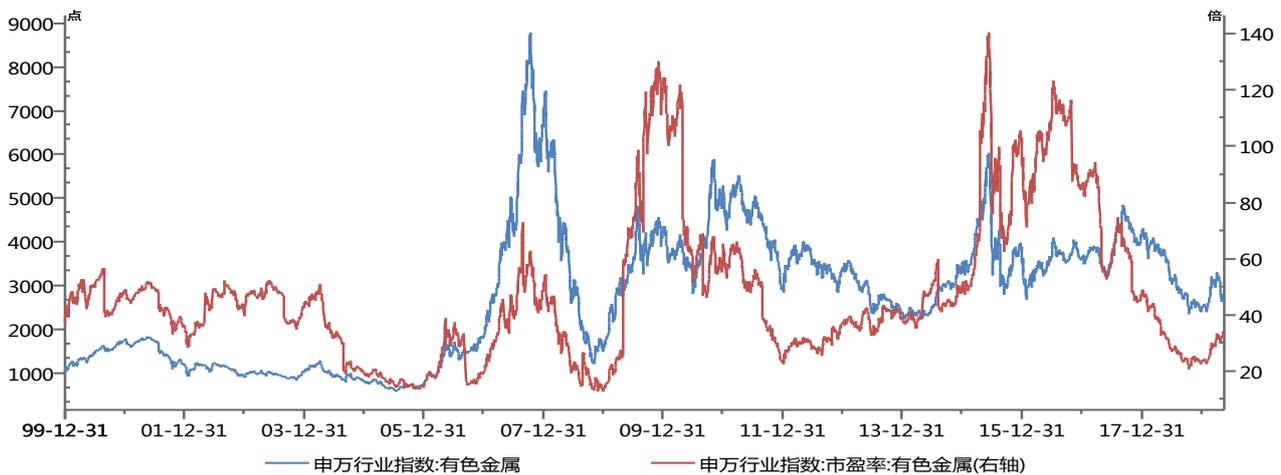


数据来源：Wind

资料来源：Wind，中原证券

**有色板块的战略投资期：**最近 20 年有色板块有 4 次比较好的投资期，第一次是 2005 年，A 股牛市启动之前；第二次是 2008 年四季度，美国次贷危机导致全球金融海啸，国内“四万亿”救市政策出台；第三次是 2014 年，A 股牛市启动之前；第四次是 2015 年末，供给侧改革提出时。回顾历史，我们发现其中三次战略投资机遇期有一个共同特点：全行业的收入出现负增长。2002 年 2 月和 3 月，有色冶炼加工行业收入分别短暂下降 1.38%，0.27%；2009 年 2 月，有色采矿业收入首次出现 15.24% 的大幅下降，有色冶炼加工业更是大幅下降 24.79%，此后连续 8、9 个月收入增速均为负；2015 年 3 月，有色采矿业收入出现小幅下降 0.97%，此后 12 个月基本呈现负增长。自 2017 年上半年以来，有色行业收入增速从高点（17-18%）不断回落，2019 年前 3 月有色采矿业的收入已回落至 0.6%。可以预见，随着中美贸易冲突的反复和升级，市场悲观预期上升，2019 年下半年有色行业收入增速将有可能陷入负增长，同时也看到有色行业的市盈率和市净率已经接近历次历史最低水平。根据历史经验，我们判断未来一段时间有色行业将可能迎来一次战略投资机遇期。

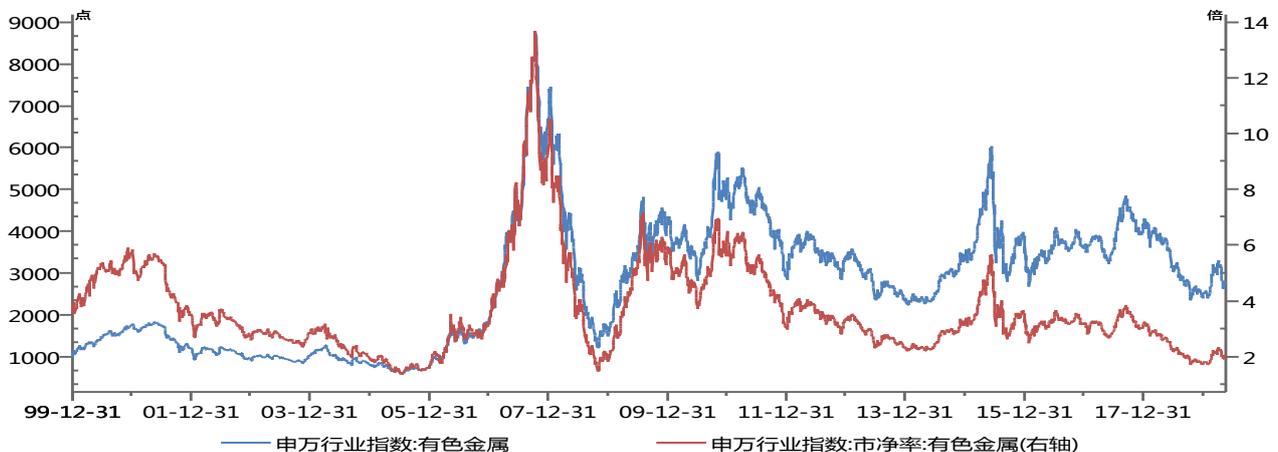
图 8：有色板块指数（点）和市盈率（倍）



数据来源：Wind

资料来源：Wind，中原证券

图 9：有色板块指数（点）和市净率（倍）



数据来源：Wind

资料来源：Wind，中原证券

## 2. 有色的逻辑：价格、宏观、技术和供需

### 2.1. 有色行业分类及逻辑差异

按金属品种分类，有色金属可以分成四类：贵金属、基本金属、小金属和新材料。贵金属主要为投资需求，价格主要受宏观因素影响，包括全球经济景气、战争、通货膨胀、国际货币体系、美元指数、美元实际利率、央行和黄金 ETF 基金购售行为等。基本金属的价格主要为实体经济需求，但也有部分投资需求，因此既受供需影响，也受宏观经济影响；由于基本金属供给相对稳定，实际上受经济景气变化引起的需求端影响更大。小金属和新材料的价格，主要受供需关系的影响，因为一般单个金属的行业垄断程度较高，实际上受供给端的影响更大，当然由于新技术推广或新产品迸发导致的中短期需求激增，供应又无法及时跟上也会导致价格暴涨，例如新能源汽车高速发展曾导致锂、钴价格暴涨。

表 1: 有色金属的投资逻辑

种类	品种	属性	需求	投资逻辑	具体因素
贵金属	黄金	金融	投资	宏观因素为主	经济景气、战争、通货膨胀、国际货币体系、美元指数
	白银	金融/商品	投资/实体	宏观因素为主	黄金价格、工业需求等
基本金属	铜、铝、铅、锌、锡、镍	商品/金融	实体/投资	宏观/供需因素	经济景气、下游需求、上游供给等
小金属	锂、钴、钨、钼等	商品	实体	供需因素为主	下游需求、上游供给等
新材料	稀土、钛等	商品	实体	供需因素为主	下游需求、上游供给等

资料来源：中原证券

按上中下游产业链分类，有色企业可以分成三类：采选，冶炼和加工。上游采选企业的盈利模式为： $(\text{精矿价格} - \text{采选成本}) \times \text{销量}$ ，和金属价格非常正相关；中游冶炼企业的盈利模式为： $(\text{精炼价格} - \text{冶炼成本}) \times \text{销量} + \text{副产品收益}$ ，和金属价格部分正相关；下游加工企业的盈利模式为： $\text{加工费} \times \text{销量}$ ，和金属价格不完全相关。

表 2: 有色行业上中下游盈利模式及与金属价格相关性

	金属采选	金属冶炼	金属加工
盈利模式	$(\text{精矿价格} - \text{采选成本}) \times \text{销量}$	$(\text{精炼价格} - \text{冶炼成本}) \times \text{销量} + \text{副产品收益}$	$\text{加工费} \times \text{销量}$
金属价格相关性	非常正相关	部分正相关	不完全相关

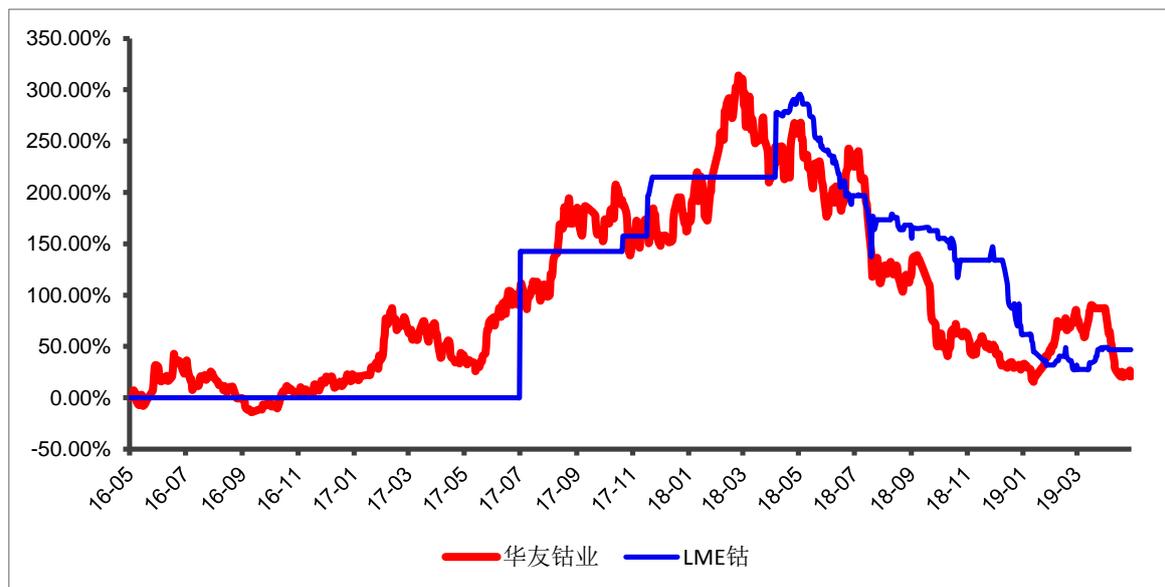
资料来源：中原证券

### 2.2. 有色金属价格决定企业利润和股价

有色行业中金属采选和冶炼企业，如果不考虑外延式并购，一般产量的增长是相对缓慢的，价格上涨带来的毛利提升，对公司业绩影响很大。因此，有色企业的业绩波动是较大的，因为有色金属价格的波动往往较大。譬如 2017-2018 年，钴价经历了一轮从 25 万/吨涨到 68 万/吨，再从 68 万/吨跌回 25 万/吨的过山车行情，相关上市公司华友钴业的股价也跟随钴价上演了一轮过山车行情。同时，我们也看到有色金属价格和股价的相关性是非常高的，大部分有色金属每天都有公开的市场价格，对上市公司股价的影响比较灵敏。公司利润往往成为一个滞后指标，利润是过去金属价格的交易结果，不能作为投资未来的主要依据。对未来金属价格走势的判断，

是投资有色金属企业（特别是有色采选和冶炼企业）的最本质要求。

图 10: 华友钴业股价和 LME 钴价关联图



资料来源: Wind, 中原证券

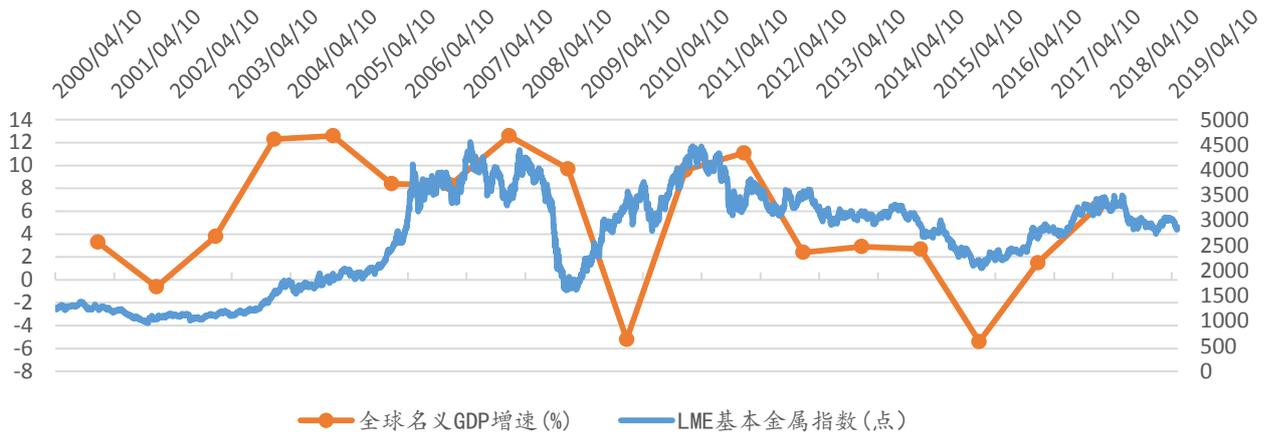
### 2.3. 决定有色金属价格的三大因素: 宏观、技术和供需

贵金属的需求可能更多决定于其金融属性, 价格主要是对避险情绪、通货膨胀以及美元强弱等因素的反映, 属于投资者大类资产配置的一个选项。如果全球出现金融危机, 权益市场表现较差, 投资者可能用黄金来避险; 如果通货膨胀率很高, 实际利率为负, 投资者可以用黄金来保值, 如果美元走弱, 因为黄金是用美元来计价的, 那么黄金价格则会走强。

基本金属、小金属和新材料应用于实体经济, 与人们的生活息息相关, 基本上是供需决定价格: 供过于求, 价格下跌; 供不应求, 价格上涨。一是宏观景气度是决定需求最重要的因素, 譬如, 房地产和汽车行业景气度高, 必然对铜、铝等基本金属的需求旺盛。二是新技术会催生特定金属的重大需求, 例如电子产品和新能源汽车的广泛应用提升了对电池材料锂和钴的需求, 航空航天的发展提升对钛金属的需求, 若未来有新的材料技术突破, 可能会提升对另外某种金属的需求。

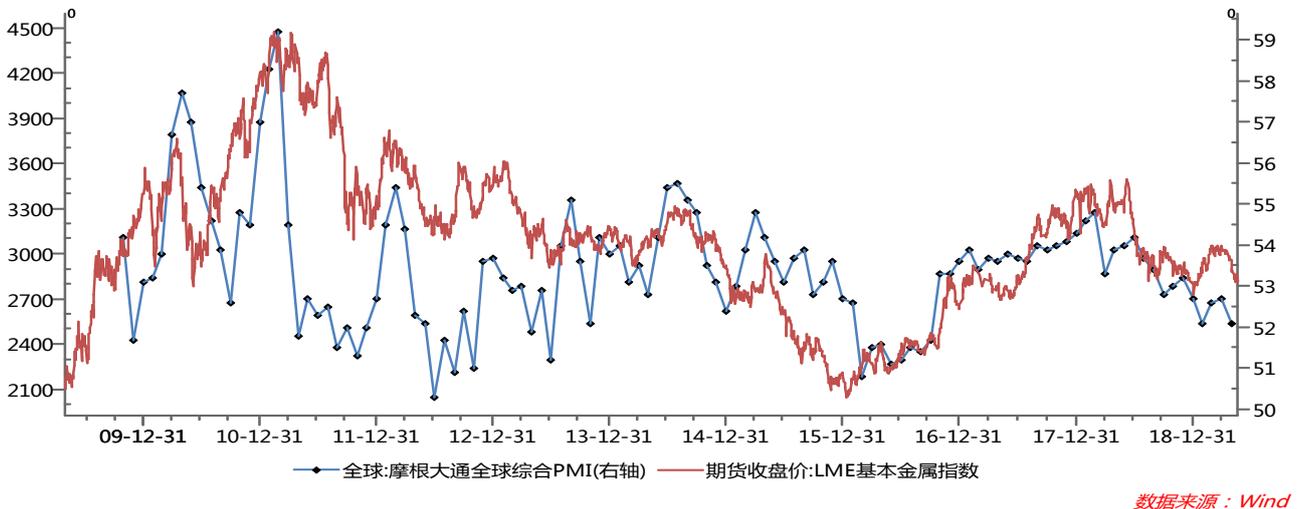
观察过去 20 年, 我们会发现 LME 基本金属价格是一个较好的领先指标, 其价格的走势往往领先或同步于经济景气变化。2006-2007 年基本金属价格滞涨, 在高位震荡, 2008 年发生全球金融海啸; 2009 年一季度基本金属价格触底反弹, 领先于此后的经济复苏; 2011 年一季度基本金属价格开始回落, 又再次领先于经济增速放缓; 2016 年年初以来基本金属上涨与全球经济景气度指数 PMI 走势基本一致。2018 年二季度以来, 基本金属再次步入下行通道, 2018 年全球经济出现放缓, 2019 年经济增速也可能继续放缓。从宏观层面来看, 随着中美贸易冲突的反复, 市场不确定性增加, 投资者信心减弱, 基本金属价格可能还要维持一段时间的弱势状态, 可能会出现一个加速赶底的过程。

图 11: 全球名义 GDP 增速和 LME 基本金属价格指数关联图



资料来源: Wind, 中原证券

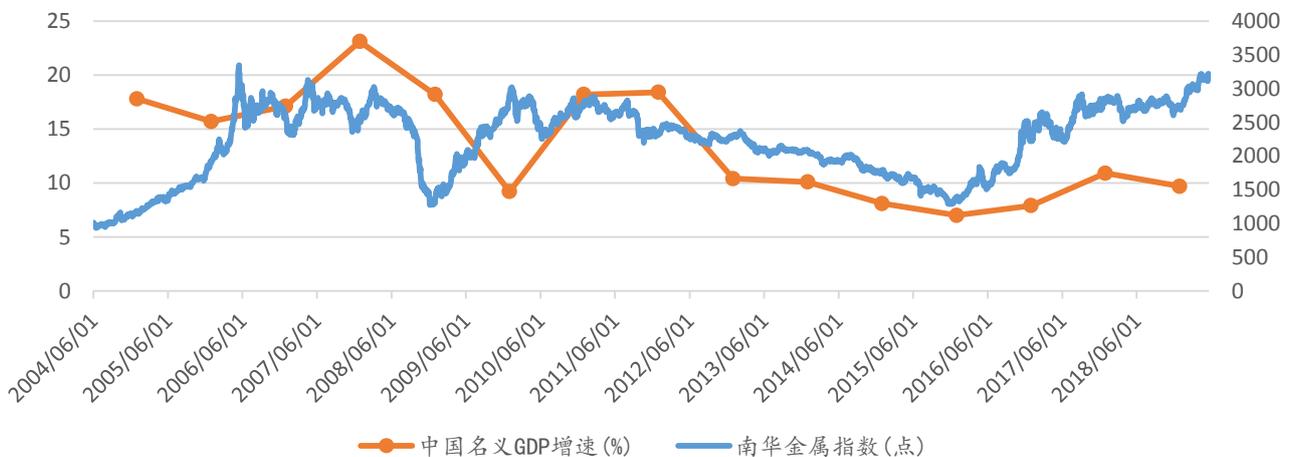
图 12: 摩根大通全球综合 PMI (%) 和 LME 基本金属指数 (点) 关联图



数据来源: Wind

资料来源: Wind, 中原证券

图 13: 中国名义 GDP 增速和南华金属指数关联图



资料来源: Wind, 中原证券

### 3. 全球宏观判断：青山遮不住，毕竟东流去

#### 3.1. 美、中、印三国的远景规划

自 2018 年一季度以来，在中美贸易冲突的乌云笼罩下，除美国经济一枝独秀外，其他经济体都受到不同程度的冲击，中国、欧盟和日本经济增速都呈现下滑态势。有人认为中美贸易冲突是一场持久战，可能导致全球经济结束此前的复苏态势，步入衰退模式。实际上，中美冲突可能不限于贸易，技术和地缘政治冲突也可能上演。全球经济看似困难重重，有着千山万阻，但这些问题都不会阻挡经济前行的步伐，人类总想要过上更好的生活，必然需要更多的生产和消费。历史上，无论是美苏冷战，还是美日贸易战，都没有阻挡全球经济前进的步伐，即使是在双方长期斗争期间，经济依然是有好有坏，周期波动，循环往复。周期可能迟到，但不会缺席，如果衰退真的到来，将是我们投资的大好时机。从宏观角度来看，我们认为当前有三件大事将对未来数年有色金属等周期行业产生比较深远的影响。

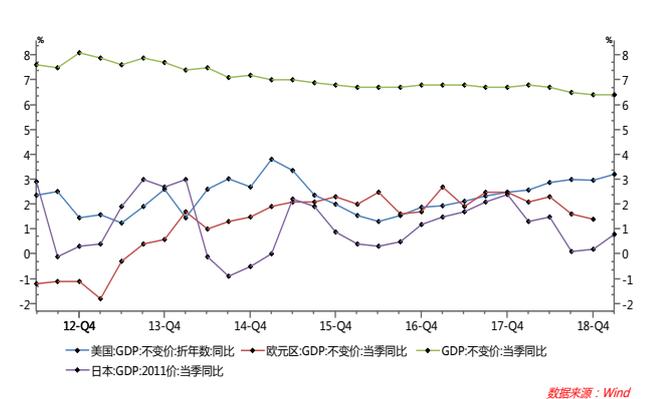
**（一）中国“一带一路”战略。**“一带一路”是非常具有雄心壮志的战略，这将为亚欧大陆经济融合发展奠定基础一是中国的基建优势在相对落后的国家大放异彩，“一带一路”战略实施的 5 年中，一大批重大基建项目落地。比如，铁路方面，建成了蒙内铁路、亚吉铁路等境外铁路，印尼雅万高铁开建，推动实现了中老、中泰等跨境铁路开工建设。启动了中尼铁路前期工作，并建立双方政府部门间沟通协作机制。公路方面，推动中巴经济走廊两大公路、中俄黑河公路桥等重大基础设施项目开工建设。海运方面，参与希腊比雷埃夫斯港、斯里兰卡汉班托塔港、巴基斯坦瓜达尔港等 34 个国家 42 个港口的建设经营。二是交通互联互通方面取得多项成果。“中欧班列”开行突破 9000 列，国际道路客货运输线路开通 356 条，增加国际航线 403 条，与沿线 43 个国家实现直航，每周约 4500 个直航航班。三是区域战略合作不断深入。中国联合相关国家制定了《大湄公河次区域交通战略 2030》、《中亚区域经济合作铁路发展战略（2030）》、《中国—东盟交通合作战略规划》、《中巴经济走廊交通基础设施专项规划》等战略规划。在实施“一带一路”的过程中，将带动东南亚、中亚、中东、东欧乃至非洲定地区的基础设施建设，从而有助于提升对建筑、装备制造、钢铁、水泥、有色等行业的需求。

**（二）美国万亿级别基建计划。**2018 年 2 月，白宫向国会提交了基础设施建设投资计划，打算未来 10 年内利用 2000 亿美元联邦资金撬动 1.5 万亿美元的地方政府和社会投资，改造美国年久失修的公路、铁路、机场以及水利等基础设施。2019 年 4 月 30 日，特朗普与国会民主党领袖在白宫会晤就基建问题达成共识，双方就未来十年拨款 2 万亿美元启动大规模基础设施建设达成共识。未来三周，双方还将开会讨论特朗普关于基建融资的具体方案。美国基建投资主要涉及公共设施、交通运输设施以及电力热力设施的建设，将直接带动建筑、装备制造、钢铁、水泥、有色等行业的需求。同时，有效的基础设施建设不断能促进近期经济成长，也有助于经济的长期发展。

**（三）莫迪连任印度总理。**印度大选最后阶段投票于 5 月 19 日结束，投票后出口民调显

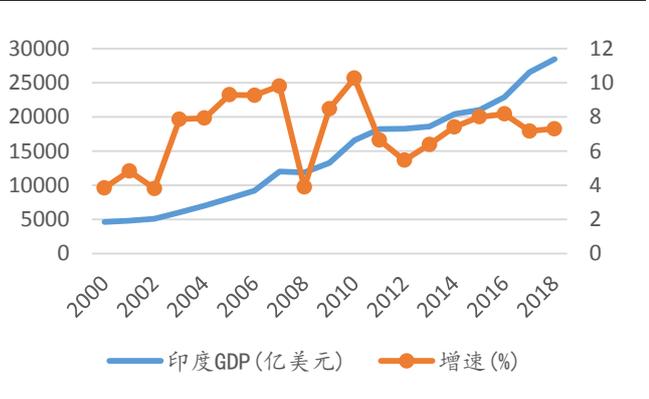
示，执政党印度人民党领导的全国民主联盟有望胜出，在人民院（议会下院）的 543 个席位中，全国民主联盟有望夺得 306 个，反对党印度国大党领导的团结进步联盟预计获得 132 个，总理莫迪预计会连任。印度低等种姓“吠舍”出身的莫迪，曾在古吉拉特执政 12 年中，期间大力兴建基础设施，提高政府行政效率，引进外商投资发展制造业，使该邦 GDP 增加了两倍。2014 年他率领人民党在印度政坛掀起“莫迪旋风”，并将“百年老党”国大党斩落马下，首次担任印度总理。过去 5 年，莫迪进行了一系列大刀阔斧的改革。莫迪首先向政府机关已成积习的迟到、早退、拖延现象开刀，同时大力削减政府审批和许可项目，提高了行政效率，为公民和企业节省了时间。其次，为打击腐败，实施废钞，虽然争议不少，但显示了莫迪改革勇气和反腐决心，得到多数印度民众的理解和支持。此外，税制、劳工、土地三大改革是印度多届政府都认为必须改，却未能实现的改革。2017 年 4 月，在莫迪的努力下，印度国会下院通过了“商品和服务税”（GST）法案，扫除了邦与邦之间的税收障碍，形成全国统一的市场，这是印度一项有里程碑意义的改革，莫迪能够连任后，在土地和劳工两项改革上可能也会获得突破。2017 年 10 月，印度政府计划在未来 5 年修建 83,677 公里的公路，总投资为 7 万亿卢比（约合 7,000 亿人民币）。这是印度历史上道路建设最大额的支出。当前，印度的国家级高速公路总长为 96,260 公里，全国公路总里程为 330 万公里。考虑印度人口规模和中国相当，其基建潜力巨大，莫迪政府大力推动基础设施建设，也将提升对建筑、装备制造、钢铁、水泥、有色等行业的需求。

图 14: 美国、中国、欧盟和日本 GDP 增速(%)



资料来源：Wind，中原证券

图 16: 印度 GDP 和增速



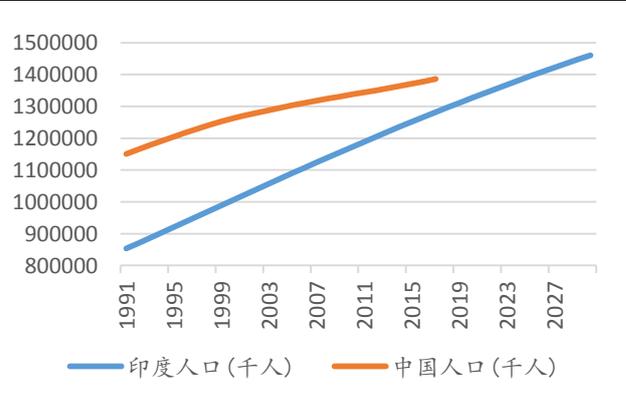
资料来源：Wind，中原证券

图 15: “一带一路”示意图



资料来源：Wind，中原证券

图 17: 印度人口将超过中国

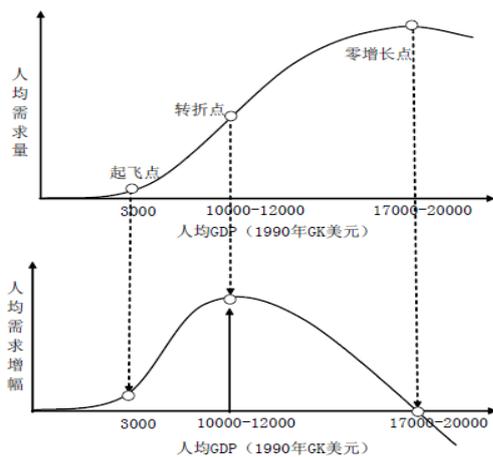


资料来源：Wind，中原证券

### 3.2. 宏观背景与有色金属消费

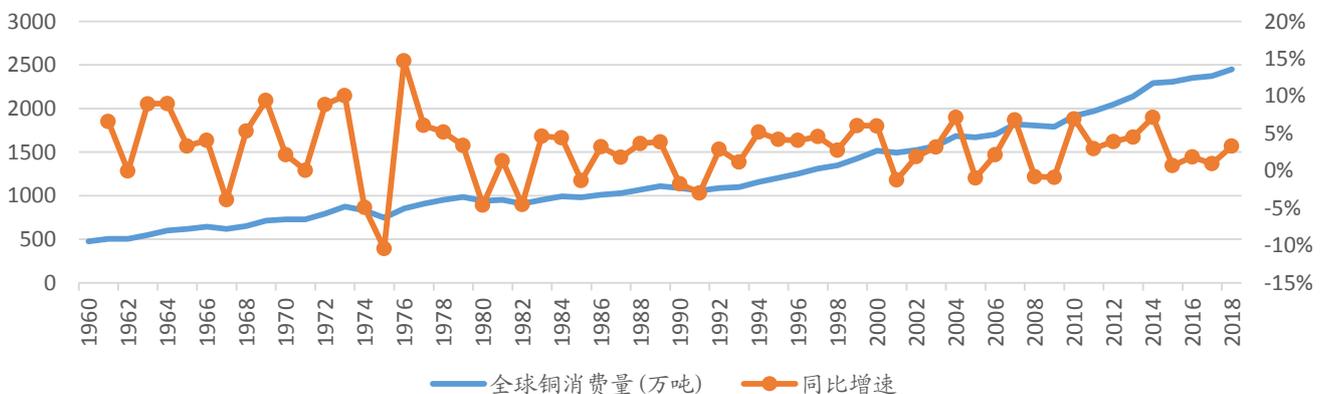
有关研究显示，一国人均 GDP 达到 3,000 美元左右时是铜、铝等有色金属消费的起飞点，人均 GDP 达到 10,000-12,000 美元时是有色金消费的增速开始减缓的转折点，人均 GDP 达到 17,000 美元-20,000 美元时有色金属消费则进入零增长。人均 GDP 达到 3,000 美元往往标志一个国家工业化开始起飞，工业化、城镇化进程均进入加速增长期，工制造业、建筑业、电力设施建设等行业对铜、铝等有色金属的需求呈井喷式增长。当人均 GDP 达到 10,000-12,000 美元时，第三产业开始占据主导地位，第二产业增速减缓，城市化和工业化速度减缓，对铜的需求趋于饱和。2017 年中国人均 GDP 为 8,826 美元，接近消费增速减缓的转折点。2017 年印度人均 GDP 为 1,979 美元，并且最近 5 年印度 GDP 都保持 7-8% 的高速增长，按现在的发展速度，再过 5 年就达到 3,000 美元左右。印度是一个人口规模和中国相当的国家，若复制中国的发展势头，其发展带来的金属消费量也将是惊人的。因此，有色消费在经历了二十世纪 50-70 年代欧美日发达国家战后重建大发展、中国二十一世纪初前 20 年的高速发展后，未来有望迎来印度、东南亚等地区的需求崛起。长期来看，有色金属有望迎来第三次新周期。

图 18: 人均铜消费与人均 GDP



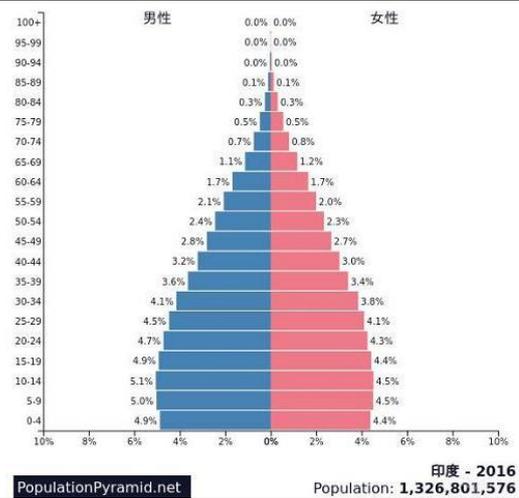
资料来源：互联网资料整理，中原证券

图 20: 全球精炼铜消费量及同比增速



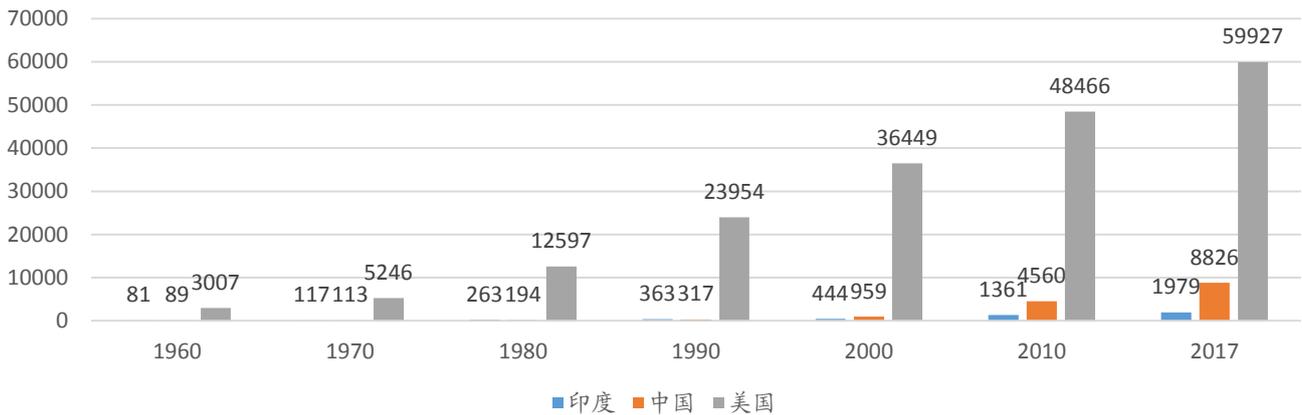
资料来源：Wind，中原证券

图 19: 印度人口结构图



资料来源：互联网资料整理，中原证券

图 21: 美国、中国和印度历年人均 GDP (美元) 对比



资料来源: Wind, 中原证券

## 4. 有色子行业: 避险黄金、长期多铜、钴在底部、钛要高端、稀土缩供

### 4.1. 黄金: 避险的选择

**美联储货币政策:** 美联储放慢加息步伐, 美元实际利率处于较低水平, 并有继续下降的趋势。一方面, 预计美联储不会在 2019 年再次加息, 若 2020 年经济出现放缓, 市场预期美联储可能降息; 另一方面, 美国通胀水平已经接近 2% 的水平, 特别是中美贸易冲突中对中国加征关税, 可能导致美国国内物价水平进一步抬升。实际利率下降有利于支撑黄金价格。

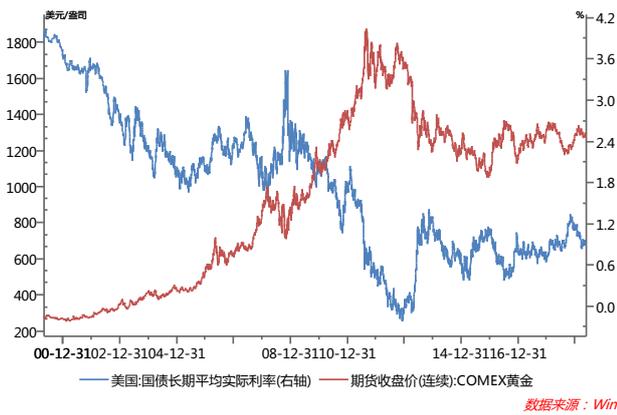
**美国经济比重趋势性下降:** 美元的背后是美国经济趋势, 当美国经济占全球经济比重趋势向上时, 美元走强, 反之则美元走弱。虽然当前美国经济还比较强劲, 但美国经济占全球经济比重趋势性下降已经开始, 中长期美元走弱的可能性较高。弱势美元有利于黄金价格上涨。

**贸易冲突升级导致市场波动:** 中美贸易冲突持续, 美国与墨西哥、印度也出现贸易摩擦问题, 全球贸易冲突可能导致全球贸易额下降, 导致全球经济动能衰减, 经济成长放缓, 企业盈利能力下降, 权益市场可能受到冲击。此外, 2018 年四季度和 2019 年一季度美国关键期限国债收益率一度倒挂, 也可能预示美国经济衰退的可能性增加。若权益市场出现下跌, 避险资金可能选择黄金作为避险资产。

**英国脱欧:** 2018-2019 年英国脱欧问题一直悬而未决, “硬脱欧”的不确定性导致欧元持续疲软。英国首相特蕾莎梅已表示辞职, 继任者可能是“硬脱欧”的强硬派, 10 月 31 日英国无论以何种方式脱欧, 实现脱欧的概率较高。对欧元的影响也将告一段落, 市场可能从悲观情绪中走出, 欧元可能走强, 从而带动美元走弱。

**黄金成本:** 目前全球主要黄金矿山的生产成本在 1000 美元/盎司左右, 综合成本大约 1200 美元/盎司左右。据市场调查数据显示, 全球十大黄金开采企业中, 7 家企业数据显示目前黄金的平均开采成本达到了 1201 美元/盎司。因此, 黄金价格不大可能长期低于 1200 美元/盎司的价格水平。当前的黄金价格水平仅略高于该水平。

图 22: 美国国债平均实际利率和黄金价格(美元/盎司)



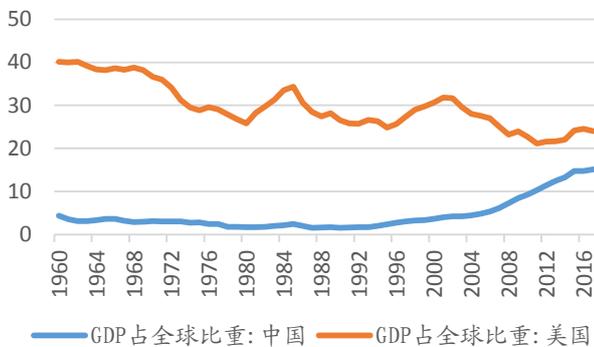
资料来源: Wind, 中原证券

图 23: 黄金价格 (美元/盎司)与美元指数(点)



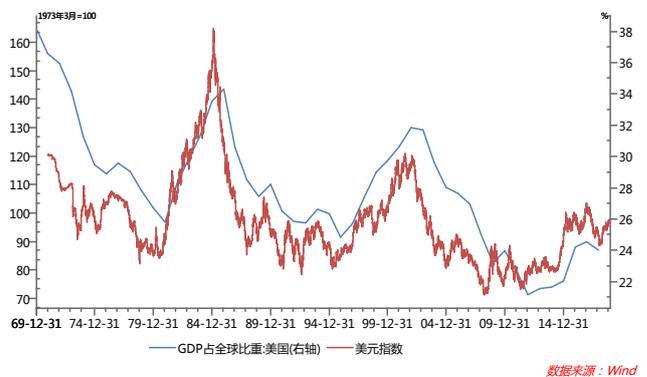
资料来源: Wind, 中原证券

图 24: 美国和中国占全球 GDP 比重(%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 25: 美国占全球 GDP 比重(%)与美元指数



资料来源: Wind, 中原证券

## 4.2. 铜: 供给偏紧

### 4.2.1. 需求: 电力需求下滑, 地产家电需求较好

**电力:** 2019 年前 4 个月电网基本建设投资完成 803 亿, 同比下降 19.1%, 降幅较前三个月收窄 4.5 个百分点。该增速未达到国家电网 2019 年电网投资计划增速 4.85% 目标。作为稳增长投资的重要手段之一, 2019 年下半年电力投资有望回升。

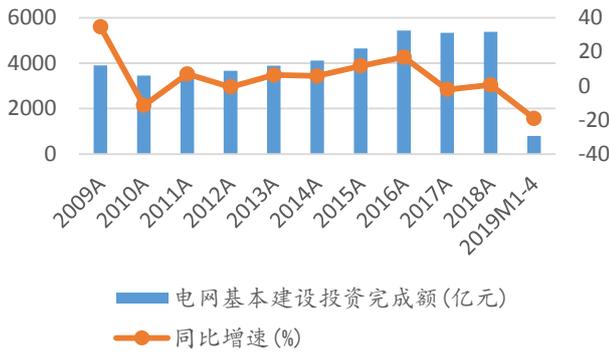
**房地产:** 2019 年前 4 个月房地产开发投资完成额同比增长 11.9%, 较 2018 年提高 2.4 个百分点。房地产建设和销售情况较好, 前四个月房地产施工面积同比增长 8.8%, 销售金额同比增长 8.1%。

**家电:** 2019 年前 4 个月空调产量 7546.5 万台, 同比增长 12.5%, 维持较高的增长水平。随着房地产景气的回升, 家电销售有望受维持较高增长。

**汽车:** 2019 年前 4 个月汽车销量 835.33 万台, 同比下降 12.08%, 下降幅度较大。国家正采取税收等政策刺激汽车消费, 预计未来降幅或有所收窄。

综合来看, 电力和汽车需求下降较多, 房地产和家电需求较好, 总体需求相对稳定。

图 26: 电网基本建设投资完成额及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 28: 房地产开发投资额及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 30: 空调产量及同比增长



资料来源: Wind, 中原证券

4.2.2. 供给: 铜矿供给偏紧

**全球:** 根据国际铜研究小组 ICSG 的测算, 2018 年全球铜精矿产量 2050 万吨, 增加 43.9 万吨, 增幅 2.1%; 精炼铜消费量 2414.8 万吨, 同比增加 44.7 万吨, 增幅 1.9%。预计 2019 年铜精矿增幅将降至 1.2%, 铜矿供给趋紧。2011--2015 年, 铜市经历了 5 年漫长的下跌, 目前铜价还不足以刺激国外矿山企业大规模增产, 由于典型的矿山企业开发周期在 5--7 年, 铜矿供给偏紧局面可能维持较长时间。

图 27: 电网基本建设投资完成额同比增速 (月)



资料来源: Wind, 中原证券

图 29: 70 城新建房价同比及环比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 31: 汽车销量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

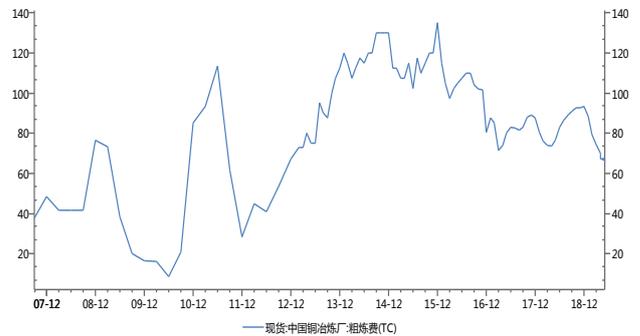
国内：2019年5月铜粗炼费（TC）的价格回落至67.5美元/千吨，处于最近5年最低的水平，显示国内冶炼产能充足，铜矿供给相对偏紧。2019年一季度铜产量205万吨，同比增长8.8%。国内铜冶炼企业开工率继续回升，但回升动力已经稍显不足，开工率回暖的主要动力来自于环保压力的下降。下半年秋冬季节，环保压力可能结节性加大，开工率可能会受到一定影响。此外，从7月1日开始国内降执行《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》，“废六类”转限制类进口政策可能导致贸易商无资质直接进口废铜，从而直接造成进口废铜量的减少。目前再生铜占电解铜产量比重约为15%，约70%依靠进口废铜原料，按再生铜月产量为10万吨估算，进口部分减少50%的影响产量约在3万吨以上。国内铜供给在下半年可能出现边际收缩。

图 32：全球精炼铜产量及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 33：国内铜粗炼费（TC）走势

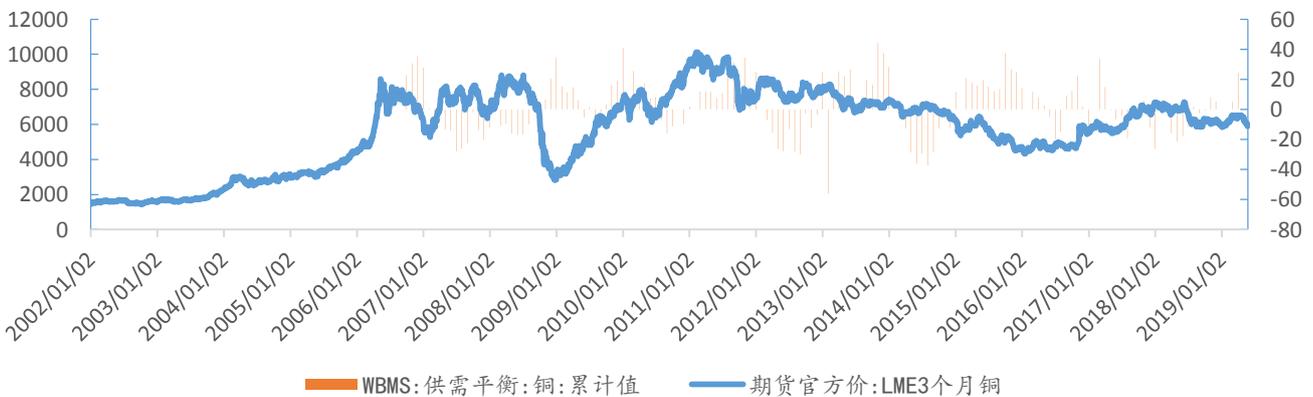


资料来源：Wind，中原证券

### 4.2.3. 供需关系和价格走势

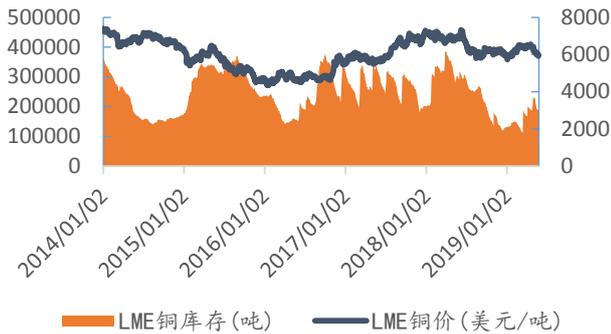
铜的下游需求有好有差，总体比较平稳，需求增速放缓；全球铜矿供给偏紧，国内精铜产量增速略有回升。当前全球铜库存处于历史较低水平，受制于需求相对较弱，厂商采购囤货意愿不强，国内库存仅小幅下降。铜价目前处于历史中位数下方（6268美元/吨）、历史平均数（5666美元/吨）上方的水平，考虑到未来矿山供给偏紧的趋势，铜价中长期向好的概率较高。

图 34：LME 铜期货价格和 WBMS 铜供需平衡



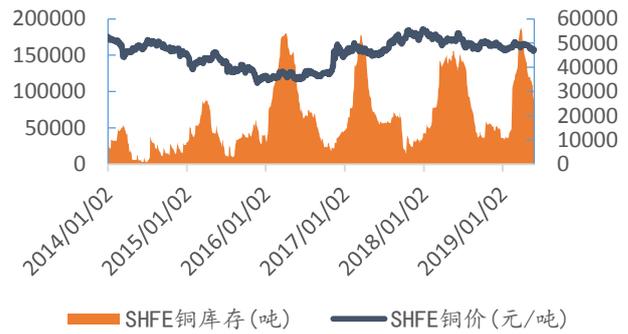
资料来源：Wind，中原证券

图 35: LME 铜价及库存



资料来源: Wind, 中原证券

图 36: SHFE 铜价及库存



资料来源: Wind, 中原证券

### 4.3. 钴: 需求增长较快, 供给相对过剩

#### 4.3.1. 需求: 新能源汽车高增长

**智能手机:** 据 IDC 数据, 2018 年全球智能手机出货量降至 14.07 亿台, 同比下降 3.66%, 首度出现负增长; 2019 年第一季度, 全球智能手机销量同比下跌了 6.6%, 相对于上一季度来说跌幅 4.9% 有扩大之势。同时, 智能手机的渗透率已经达到 66%, 增长的高峰已过。此外, 当前正处于各国 5G 牌照发放前夕, 消费者换机行为可能推迟。不过, 韩国、中国等国家已经正式发放 5G 牌照, 开始进入预商用阶段, 随着 5G 预商用和商用的发展, 智能手机的换机潮有望带动行业的新一轮增长。

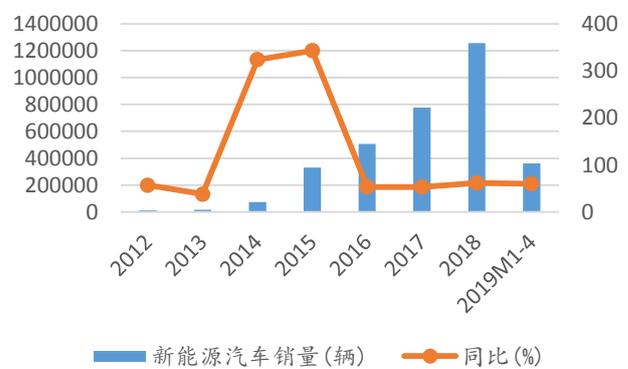
**新能源汽车:** 2018 年国内新能源汽车销量达到 125.62 万辆, 同比增长 61.67%; 2019 年前 4 个月新能源汽车销量超过 36 万台, 同比增长 60%, 继续保持高速增长。美国 ev sales 网站数据显示, 2019 一季度, 全球电动汽车销量同比增长 58%。虽然国内电动汽车补贴开始退坡, 但新能源汽车技术水平提升和成熟, 电池续航里程增加, 整车总体价格水平不断下降, 特斯拉国产化正在落地, 充电基础设施在不断完善, 使用成本相对低廉的电动汽车对消费者依然具备较强吸引力, 新能源汽车有望继续保持高增长。

图 37: 全球智能手机季度出货量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 38: 国内新能源汽车销量及同比增速

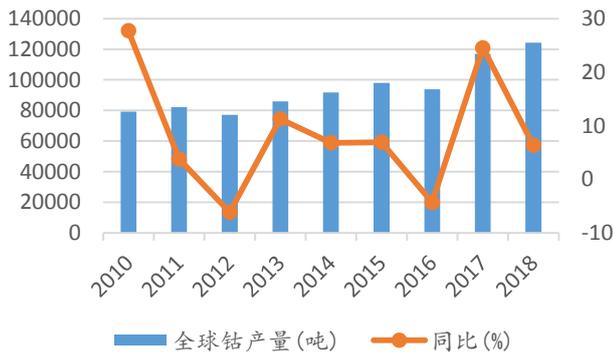


资料来源: Wind, 中原证券

4.3.2. 供给：集中释放，相对过剩

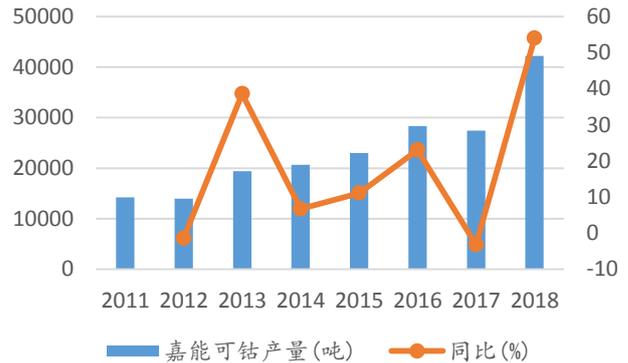
2018 年钴产量超过 12.43 万吨，同比增长 6.3%，增速较 2017 年 24.5%有所放缓。全球钴的最大生产商嘉能可产量大增，全年钴产量达 4.22 万吨，同比增长 54%；洛阳钼业产量增加到 1.87 万吨，同比增长 14.2%。2019 年嘉能可 KCC 项目计划增产 1.5 万吨，欧亚资源 RTR 项目计划投产 1.4 万吨，如果均实现达产，届时全球钴产量或超过 15 万吨，增速超过 20%。由于钴价陷入低迷状态，接近成本线，高成本钴产能可能退出，未来钴供给的势头可能放缓。

图 39：全球钴产量及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 40：嘉能可钴产量及同比增速

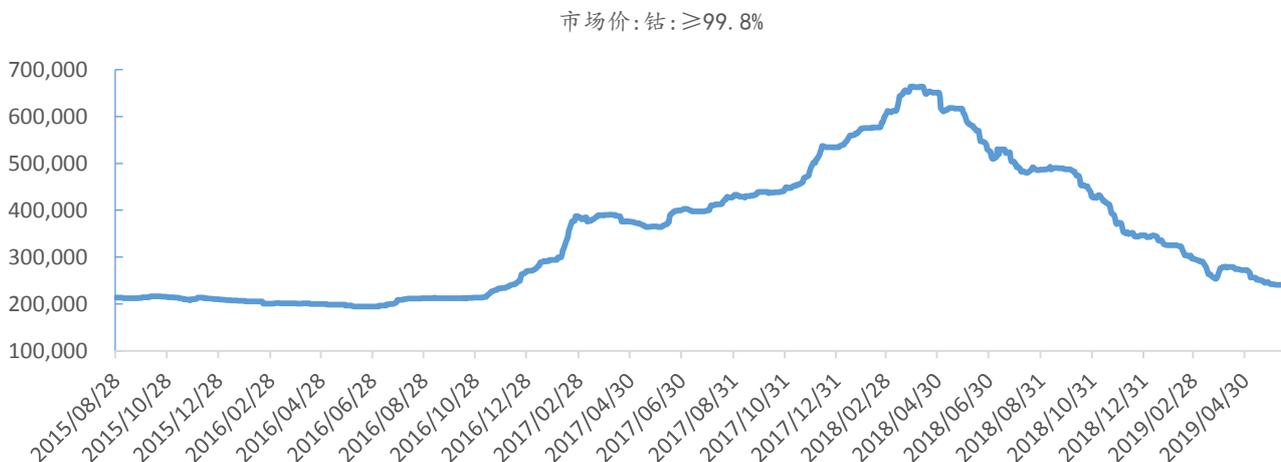


资料来源：Wind，中原证券

4.3.3. 供需关系及价格走势

当前，智能手机销量出现下降，新能源汽车销量高速增长，需求总体增速依然较高。市场的矛盾主要集中在供给方面，由于最近 2 年钴矿山供给集中释放，供给增速远高于需求增速，市场出现相对过剩，导致价格出现大幅下跌。不过未来，随着 5G 产业的持续发展，新的智能设备需求有望重启，新能源汽车则继续持续高增长，总体需求有望保持较好的态势。钴金属价格大幅回落之后，有望抑制部分供给，市场将寻求再平衡。

图 41：国内钴市场价



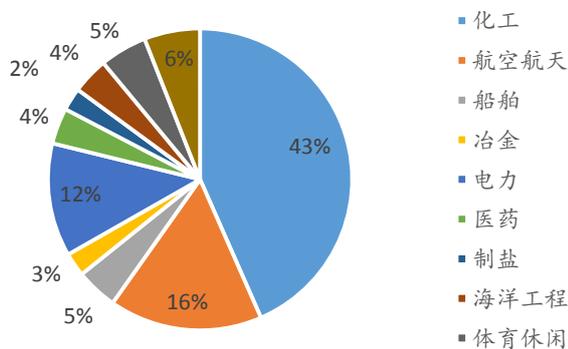
资料来源：Wind，中原证券

#### 4.4. 钛材：低端过剩，高端短缺

##### 4.4.1. 需求：高端钛材需求预期强烈

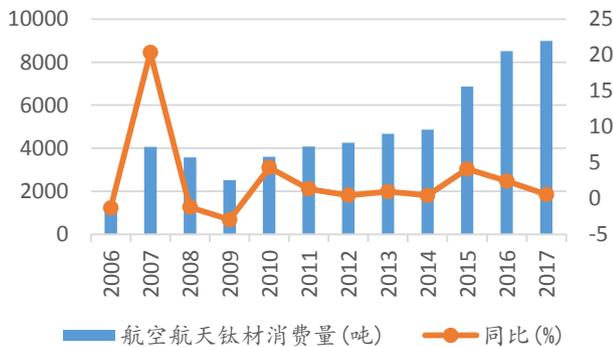
目前国内钛加工材消费量约 6 万吨，其中四成多用于化工领域，其次是航空航天和电力领域。航空航天用高端钛材的需求预期非常强烈，一是国内大飞机发展迅速，大型运输机运-20、水陆两栖飞机 AG600、大型客机 C919 进展顺利。中国商飞承担研制的大型民用客机 C919 已完成首飞，目前累计订单达到 730 架，其中确认订单和意向订单约各占二分之一。二是我国研制的第四代战斗机 J20 开始列装部队，歼-20 在钛材用量方面将达 40 吨/架。三是我国探月和国际空间站计划正稳步推进。随着大飞机和战机大规模量产，或将激发对高端钛材的需求。

图 42：钛加工材下游消费量比例



资料来源：Wind，中原证券

图 44：航空航天钛材消费



资料来源：Wind，中原证券

##### 4.4.2. 供给：落后产能淘汰压低总供给

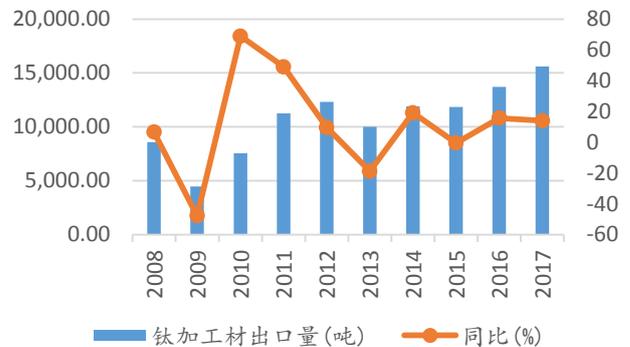
钛资源“不稀有”，钛在地球上的储量较为丰富，地壳丰度为 0.61%，高于铜、铅、锌等常见金属。钛矿种类超过 140 种，但真正具有工业开发价值的主要是钛铁矿（储量最大）和金红石（品位最高，二氧化钛占比 95%以上）两类。钛行业的产业链可以分为两条，一是有色金属领域产业链：钛矿→海绵钛→钛锭→钛材，二是化工领域产业链：钛矿→钛白粉。这两条产业链在上游彼此紧密联系，但在中游和下游却又彼此相互独立。从有色金属领域产业链来看，

图 43：国内钛加工材消费量及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 45：钛加工材出口量及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

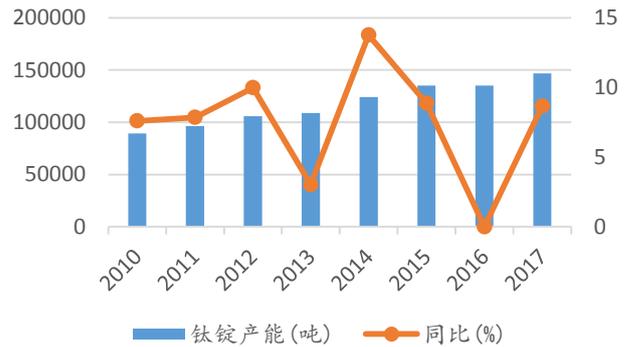
海绵钛总体处于供过于求的状态，钛材则处于“中低端钛材竞争激烈、高端钛材制造能力严重不足”的结构性过剩之中。因此，整个产业链的核心壁垒不在于上游原料的供应，而是在于钛材的加工能力，尤其是高端钛材的研发能力和制造工艺。在国家持续推进供给侧结构改革和环保政策等多方面因素的影响下，部分落后产能、排放不达标钛加工企业相继退出市场，行业供给格局优化，钛行业运行呈现出稳中向好的发展态势。国内海绵钛的产量也从2014年的11万吨下降至2018年的7万吨，低端供给明显减少。

图 46: 国内海绵钛产量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 47: 国内钛锭产能及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

#### 4.4.3. 供需关系及价格走势

钛下游需求总体稳定，高端钛材需求预期强劲。低端钛材供给过剩，不过经过数年的供给侧改革，供给已经明显下降，行业环境有所改善。随着未来国产大飞机的量产、新一代战机陆续列装以及航天探月工程的推进，对高端钛材的需求依然旺盛。当前海绵钛的价格处于历史较低水平，未来有望逐步向好。

图 48: 国产海绵钛价格走势 (元/千克)



资料来源: Wind, 中原证券

4.5. 稀土：环保加强和限制进口推升价格

4.5.1. 需求：新材料领域需求旺盛

稀土下游应用主要包括永磁材料、催化材料、抛光材料和冶金材料等，永磁材料受益于新能源汽车、节能风电、节能空调、汽车 EPS（电动助力转向系统）、电子工业等前景较好领域的广泛应用而需求良好，在全球稀土消费领域占比最高；催化材料主要用于汽车尾气净化和石油硫化裂化等稀土传统应用领域；其次为抛光材料和冶金材料。分国家看，稀土消费市场主要在中国和日本，中国和日本消费量占全球消费总量的 57%和 21%，其次是美国和欧洲，均为 8.0%。各国稀土下游分布存在较大差异，中国最大的稀土消费领域是永磁材料；日本以抛光粉和永磁材料为主，其最大的稀土消费领域是应用于电子行业的抛光粉；美国和欧洲稀土消费领域相似，催化剂、玻璃陶瓷、合金为主。受益于新能源汽车、动力发电等领域高速发展，近年来稀土消费也保持较快增长。同时，国家也在对稀土进行战略储备，自 2011 年以来我国稀土已形成国家储备与企业（商业）储备、实物储备和资源（地）储备相结合的战略储备体系。

图 49：下游行业稀土消费比例

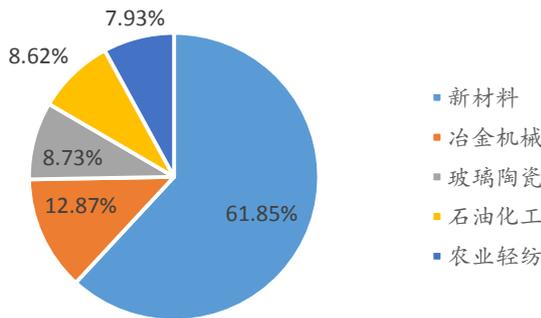
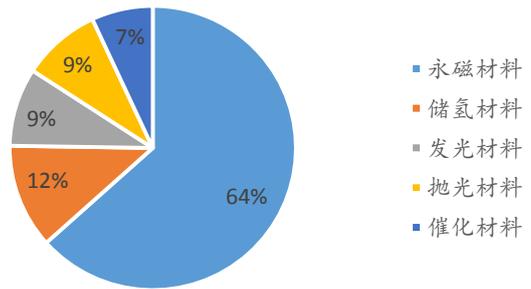


图 50：新材料领域稀土消费比例



资料来源：中国产业经济信息网，中原证券

资料来源：中国产业经济信息网，中原证券

表 3：稀土种类及应用领域

稀土	应用领域
镧	摄像机、照相机、显微镜头和高级光栅一期棱镜
铈	汽车尾气净化和美容防护用品添加剂
镨	有色玻璃、搪瓷和陶瓷等
钕	稀土永磁材料、新能源汽车、风力发电
钆	荧光粉、航标灯等
钇	激光材料、微波和红外器材
铈	荧光粉等发光领域
钐	原子反应堆
铽	燃料喷射系统、微定位和飞机太空镜等
镝	电影、印刷、永磁等
铒	光通讯器件
铥	便携式激光测试仪
镱	手持 X 射线机
镱	光纤通讯

镨	荧光粉激活剂、电池等
钐	特种玻璃、轻质高温合金
钇	陶瓷、催化剂、发光材料等

资料来源：互联网资料整理，中原证券

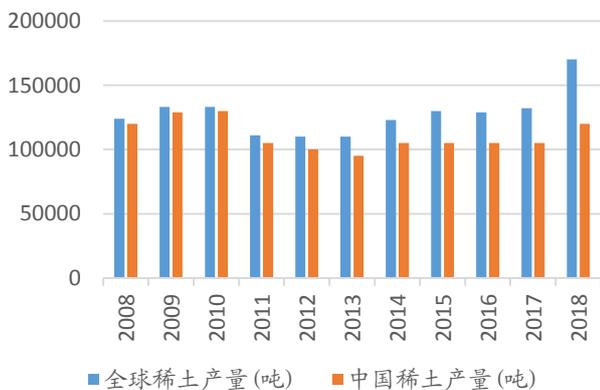
#### 4.5.2. 供给：打黑和环保力度加大，限制缅甸进口

受下游需求提升的影响，供给端增长也较快。2018 年全球稀土总开采量约为 17 万吨，比 2017 年增加 3.8 万吨，同比增长 27.8%。其中，中国的稀土产量约为 12 万吨，比 2017 年的 10.5 万吨增加了 1.5 万吨，同比增长 14.3%。

进口方面，我国在 2018 年进口混合碳酸稀土总计 30,298 吨，其中缅甸进口量为 25,829 吨，占我国全年总进口总量的 85.3%，同时，缅甸进口稀土所生产的金属镨约占国内产量的三分之一。从 2019 年 5 月份，我国全面禁止从缅甸进口稀土，这将大幅减少国内中重稀土相关金属的供给。

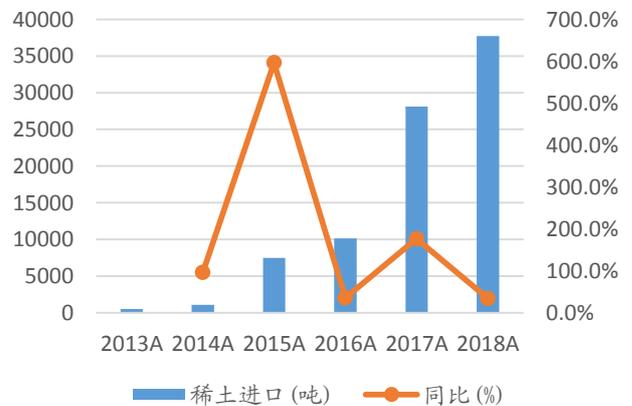
国家大力整顿稀土行业秩序，对稀土企业不断进行整合。最近几年，国家一直在采取相关政策整顿行业秩序，常态化打击稀土违法违规生产行为，遏制住过去“黑稀土”泛滥的状况。同时，国家成立了六大稀土集团，分别是中铝公司、北方稀土、厦门钨业、中国五矿、广东稀土、南方稀土，通过六大稀土集团对稀土企业进行不断整合，对集团旗下冶炼回收企业严格管控。此外，中国稀土企业也在开拓海外资源，例如盛和资源联合海外其他企业对美国唯一稀土矿芒廷帕斯矿进行开采。2019 年在中美贸易战的背景下，稀土作为重要的战略物质，再度受到政府和社会的重点关注。2019 年 6 月初，发改委连续召开稀土相关会议，与会的对象分别是产业专家、稀土企业和产地主管机构，讨论议题主要涉及稀土环保、稀土产业链、稀土集约化和高阶发展等。随后，发改委下发《关于开展稀土等战略性矿产资源情况调研的通知》，自 6 月 10 日起，由国家发改委、工信部、自然资源部相关司局负责人分别带队调研。预计稀土产业有可能出现新一轮的政策规范，包含环保检查、指标核查和战略储备等。如果政策执行有力，这将有利于稀土价格的上升。

图 51：全球和中国稀土产量



资料来源：Wind，中原证券

图 52：我国稀土进口量及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

4.5.3. 供需关系及价格走势

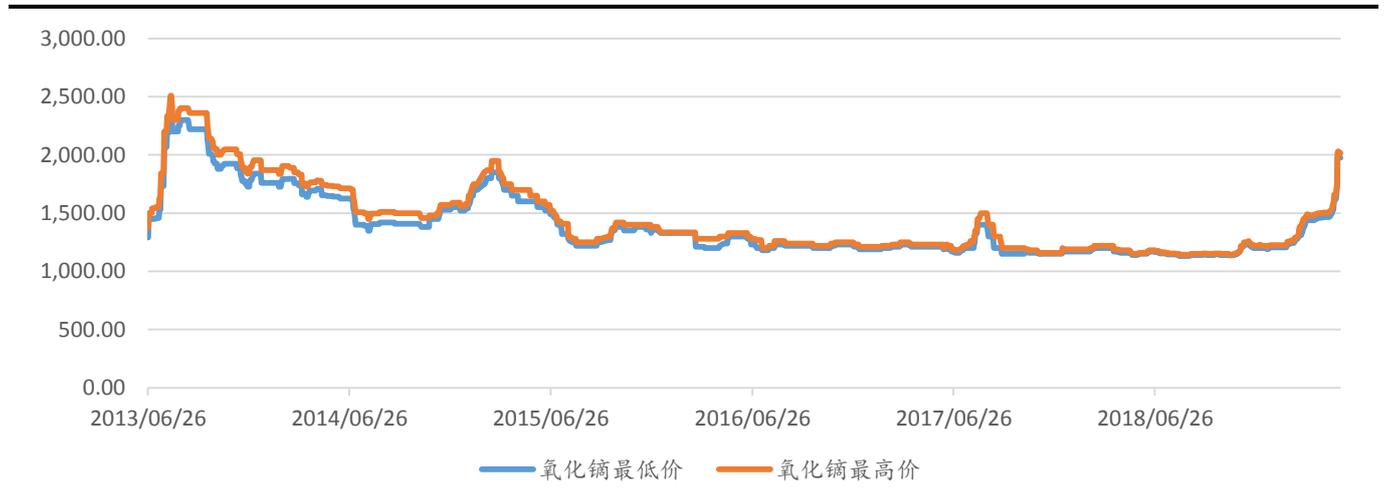
受益于新兴科技领域广泛而快速的发展，稀土需求逐年提升，供给量也大幅攀升。由于稀土是战略物质，日美等国具备大量储备，主导稀土价格。随着我国稀土战略储备体系的建立和六大稀土集团的成立，在稀土价格主导权上逐渐具备发言权。在中美贸易冲突的背景下，稀土可能成为战略筹码，但需要理性看待，因为禁止出口会导致需求减少，影响相关企业经营。更重要的是，国家坚持严格的环保政策、持续打击“黑稀土”和提高战略储备。近期，全面禁止缅甸稀土进口促使中重稀土价格攀升，轻稀土价格也有望随之企稳回升。

表 4: 部分稀土氧化物价格

	氧化镧	氧化铈	氧化镨	氧化钕	氧化铽	氧化镱	氧化镨钕	氧化钆铈
单位	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/公斤	元/公斤	元/吨	元/吨
价格	11,000	10,000	379,000	334,000	3,580	1,950	330,000	40,000
年初以来涨跌幅	-8.33%	-16.67%	-5.25%	6.71%	20.95%	62.50%	5.10%	-20.00%

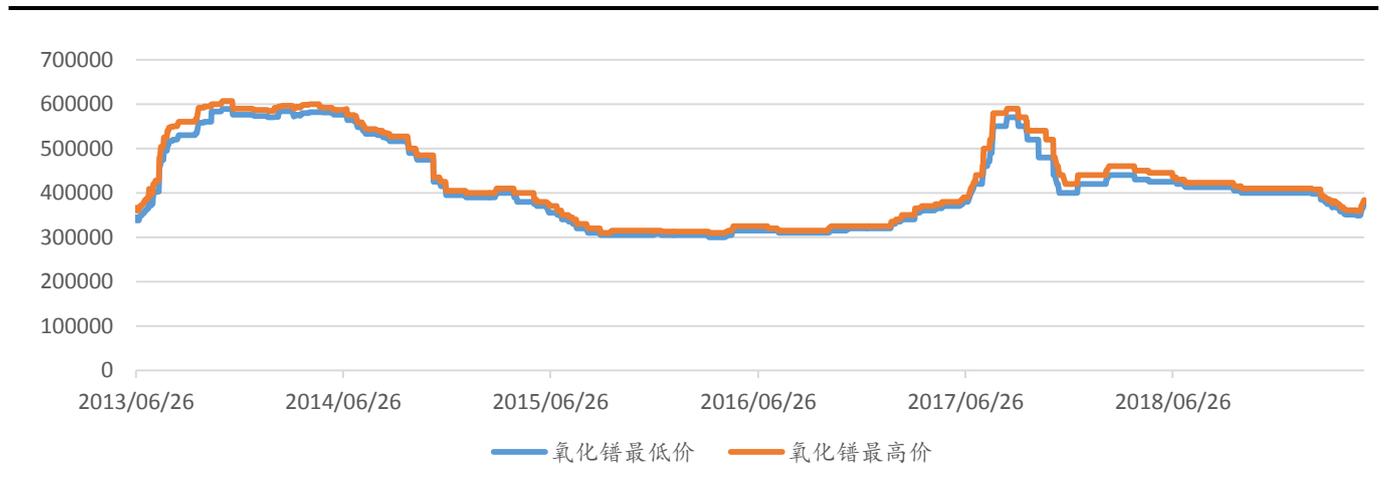
资料来源: Wind, 中原证券

图 53: 氧化镱价格 (元/公斤)



资料来源: Wind, 中原证券

图 54: 氧化镨价格 (元/吨)

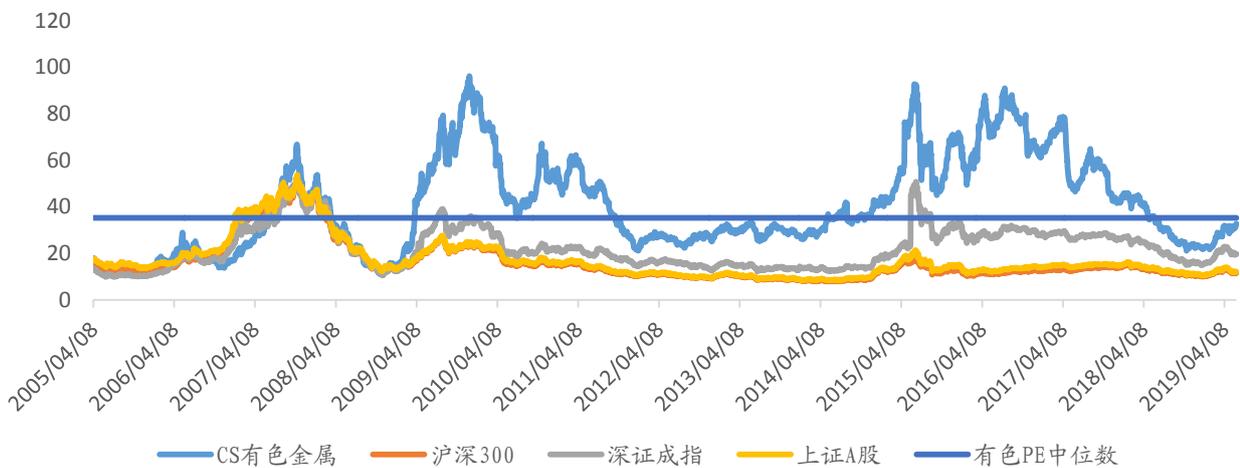


资料来源: Wind, 中原证券

## 5. 行业投资评级及策略

截止5月底，有色板块PE为32.4倍，贵金属PE为36.8倍，基本金属30.7倍，稀有金属32.7倍，处于历史估值中位数35.2倍下方，继续给予有色金属行业“同步大市”评级。在全球贸易冲突增加情况下，全球经济增长动能可能放缓，基于中短期避险考虑，建议配置黄金板块；从中长期考虑，中国“一带一路”战略、美国和印度基建可能发力，建议配置以铜为代表的的基本金属；新能源汽车需求前景依然广阔，目前钴价跌入成本区间，有望寻底找到支撑；国产飞机发展势头良好，高端钛材需求旺盛；稀土受制于供给压缩，价格有望回升。所以，建议关注板块：黄金、铜、钴、钛和稀土；建议关注公司：山东黄金、紫金矿业、云南铜业、洛阳钼业、华友钴业、宝钛股份、北方稀土和厦门钨业。

图 55: 有色板块与大盘 PE (倍) 对比



资料来源：Wind，中原证券

## 6. 风险提示

- (1) 国内宏观经济下行，需求大幅下降。
- (2) 中美贸易冲突持续升级，全球经济步入衰退。

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。