

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.1.28

姜永刚 首席分析师

执业编号: S1500520010002

联系电话: +86 10 83326716

邮箱: louyonggang@cindasc.com

相关研究

信达证券有色金属行业卓越推: 兴业矿业 (2019-01-28)

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

凤凰浴火，其羽更丰

2020年6月29日

事件: 公司6月18日在深圳交易所投资者互动平台上表示, 内蒙古自治区应急厅于6月18日向锡林郭勒盟应急局下发了复函, 同意盟应急局对银漫矿业组织验收。

点评:

- **整改验收流程几近完成, 复产在望。** 银漫矿业自身安全生产整改完成, 且已完成西乌旗和锡林郭勒盟应急局专家组验收, 6月18日内蒙古自治区应急厅发函同意盟对其进行验收, 待盟应急局再次验收合格, 银漫即可复工复产。若盟应急局专家组验收进展顺利, 走完相关流程, 银漫矿业有望在7月实现复产。
- **白银龙头, 到2022年产能由120吨/年逐步扩大到437吨/年。** 公司银锡锌储量大, 白银、锡和锌金属储量达到1.25万吨、24万吨和300万吨。银漫矿业是公司主力矿山同时也是国内最大白银矿山。2018年银漫实现营收13.2亿元、净利润6十五元, 盈利能力强劲。2022年二期达产后白银产量将达300吨/年; 乾金达矿业5月完成复产, 2021年将满产, 设计产能为白银120吨/年、铅锌2.5万吨; 叠加融冠等矿山产品产量, 到2022年公司白银总产能将达到437吨/年、锌铅15万吨、锡1万吨及铜1.48万吨。若复产进展顺利, 公司白银产量增长弹性将在21-22年集中释放。
- **全球宽松支撑贵金属处于上行通道, 白银弹性更足。** 公共卫生事件致使全球流动性处于极度宽松状态, 美联储预计在2022年底之前美国经济难以恢复, 联储基准利率维持0附近; 同时美联储引导美债收益率曲线平坦化, 支撑贵金属价格在中期范围内处于上升通道。而白银在贵金属牛市中工业需求逐步修复使其具备更高弹性, 金银比在超过120极值之后持续修复至95左右, 预计中期将修复至60-80以内的中枢水平, 支撑白金价格稳步上行。考虑到白银产量的增长弹性, 公司将在未来两年享白银受量价齐升的格局。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2020-2022年白银产量分别为160、325和437吨, 摊薄每股收益分别为0.17元、0.51元和0.72元, 考虑公司白银、锌产量大、品位高、成本低, 在主力矿山正常生产之后盈利能力及现金流将大幅提升, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 银漫矿业复产不及预期, 贵金属价格大幅下调, 铜锡铅锌价格大幅下滑等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	2,439.00	873.66	1,705.02	3,481.76	4,436.60
增长率 YoY %	15.51%	-64.18%	95.16%	104.21%	27.42%
归属母公司净利润(百万元)	-170.64	102.22	316.22	930.40	1,331.21
增长率 YoY%	-130.20%	-	209.36%	194.22%	43.08%
毛利率%	62.09%	48.84%	57.95%	59.11%	59.34%
净资产收益率 ROE%	-3.25%	1.95%	5.66%	14.84%	18.92%
EPS(摊薄)(元)	-0.09	0.06	0.17	0.51	0.72
市盈率 P/E(倍)	-75	125	40	14	10
市净率 P/B(倍)	2.50	2.38	2.20	1.90	1.74

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2020年06月24日收盘价

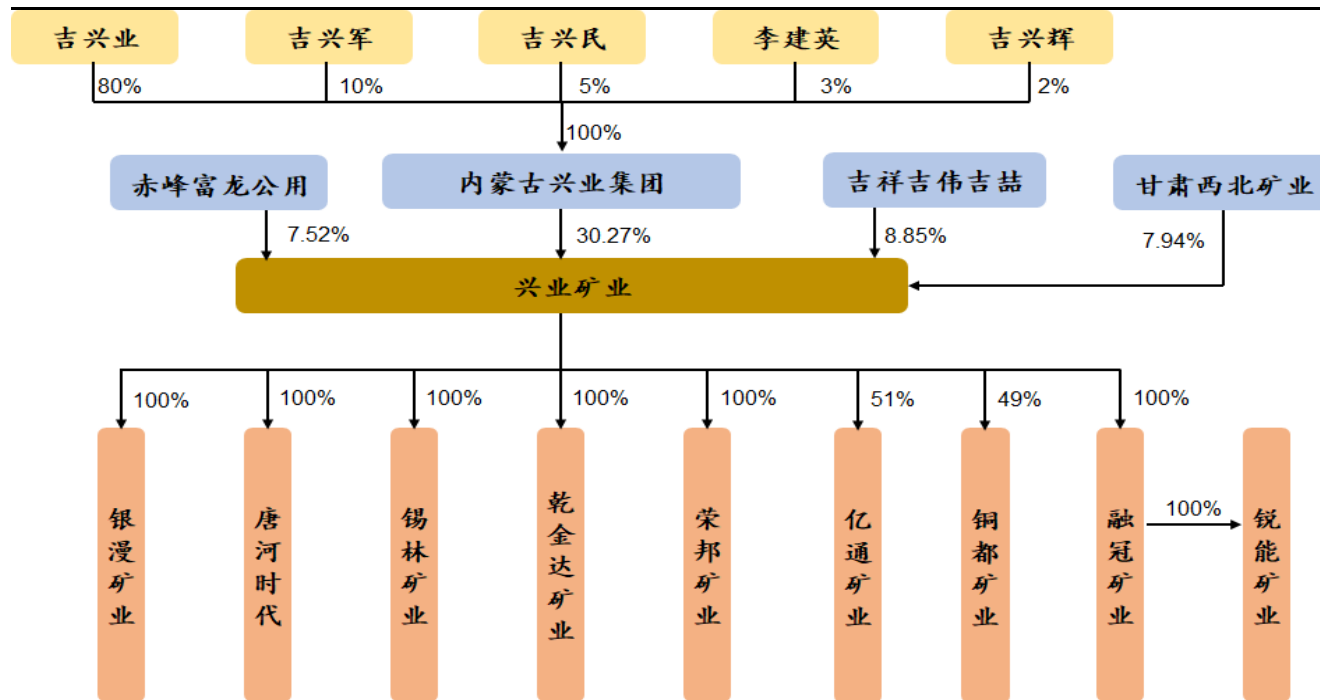
内蒙矿业巨头，暂受安全事故拖累

公司基本情况

兴业矿业成立于 2001 年，2011 年借壳富龙热电上市，置入兴业集团旗下的铅锌银采选及冶炼资产，主要主要为融冠矿业、锡林矿业以及双源冶炼厂等。目前公司总股本为 18.37 亿股，其中兴业集团及一致行动人吉氏家族合计持有公司 7.19 亿股，占比 39.12%；其他股东主要包括甘肃西北矿业以及原控股股东赤峰富龙公用，分别持股 7.94% 和 7.52%。

根据公司 2019 年年报，在出让三家子公司控股权之后，下属子公司主要包七个矿山子公司、1 家贸易公司、一家冶炼厂和一家投资公司；参股公司昆明东川矿业由于环保原因推迟收购剩余 51% 股权。公司借壳上市后将集团内主要铅锌矿逐步注入到上市公司，目前集团内仍有布敦银根等大型铅锌矿，未来在集团梳理清晰债务问题之后有可能继续向公司注入。

图 1. 公司股权结构



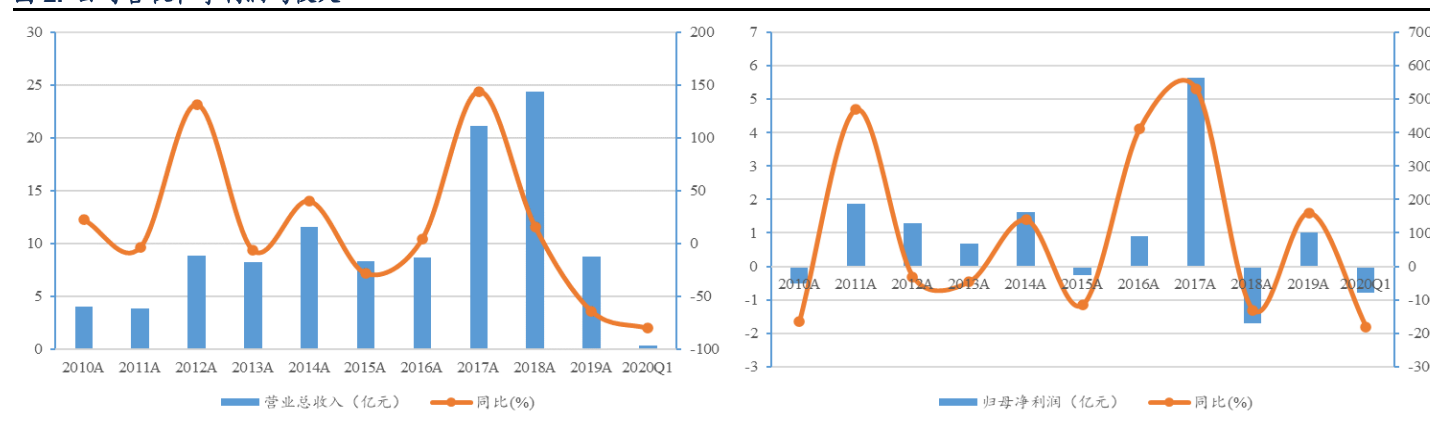
数据来源：万得，信达证券研发中心

2018-2019 年业绩年受到减值、安全事故影响

公司上市后发展可以分为三个阶段，2011-2015 年主要在产矿山为融冠矿业和锡林矿业，主要产品为锌精矿和铁矿石，在

2012-2015 年金属价格逐年走低的过程中,公司业绩逐步下滑,但公司贸易业务带动营收实现较快增长。第二阶段为 2016-2018 年,逐步注入银漫矿业、乾金达矿业以及唐河时代等公司; 2017 年上半年银漫矿业投产,由于银漫为银铅锌锡铜等多金属矿,具有品位高、成本低等优势,盈利能力强劲,带动公司业绩在 2017 年大幅增长; 2018 年银漫矿业一期实现营收 13.2 亿、净利润 6.02 亿元,但由于计提双源冶炼厂资产减值,2018 年净利润为负。第三阶段为 2019 年至今,银漫发生安全生产事故,致使所有矿山停产进行安全检查。2019 年公司营收和业绩均大幅下滑,公司为避免连续两年亏损,通过出售三家子公司控股权实现净利润为正。截至 2020 年 6 月下旬除银漫矿业之外,其他矿山均已经实现复工、复产。

图 2. 公司营收和净利润均较大

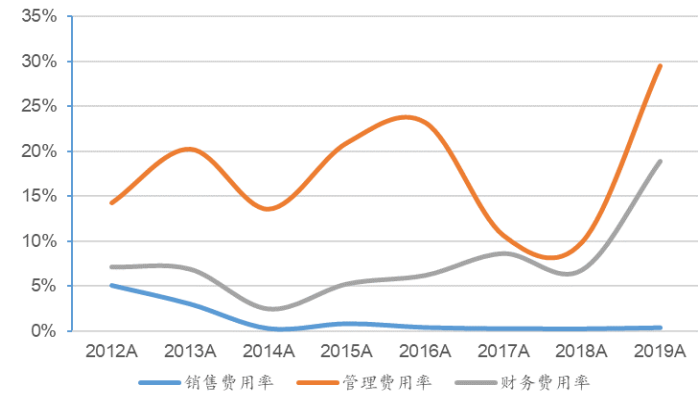
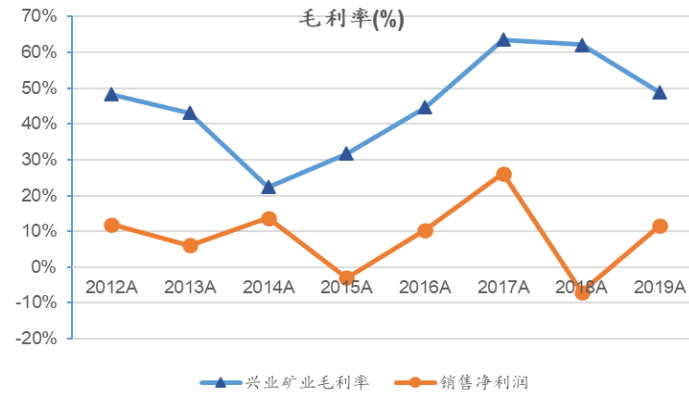


数据来源: 万得, 信达证券研发中心

公司主力矿山盈利能力较强

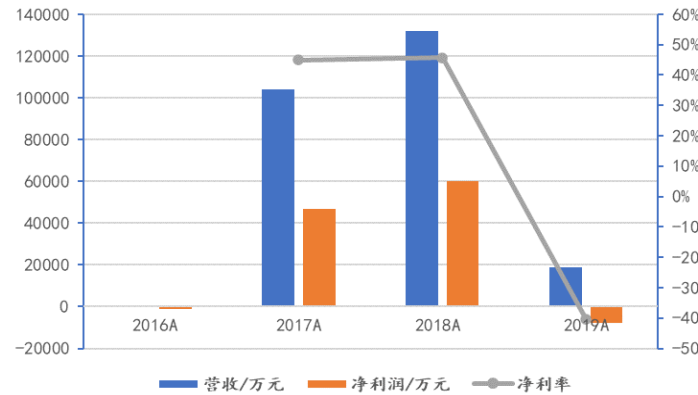
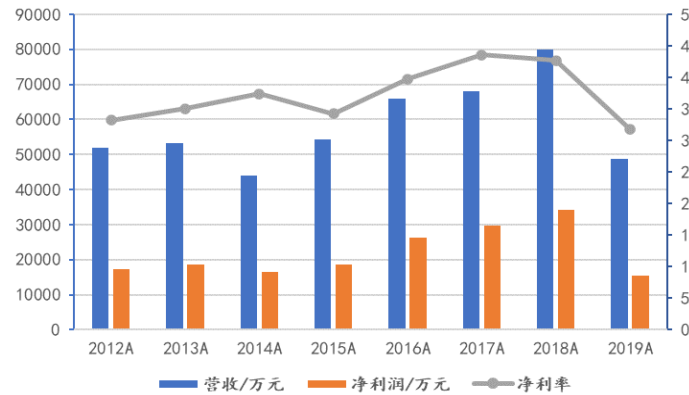
公司现阶段在产矿山均较为优质,带来公司较高的毛利率和经营性现金流,即使在公司主力矿山停产、产量大幅减少的情况下,公司依然实现 48.84%的毛利率和 4.8 亿的经营性净现金流入。主要子公司盈利均较高,融冠矿业自 2011 年之后始终保持盈利;银漫矿业 2017-2019 年分别实现净利润 4.76 亿、6.03 亿和-0.76 亿元,2019 年基本全年停产,主要依靠销售库存产品。

图 3. 公司毛利率、净利润及期间费用率情况



数据来源：万得，信达证券研发中心

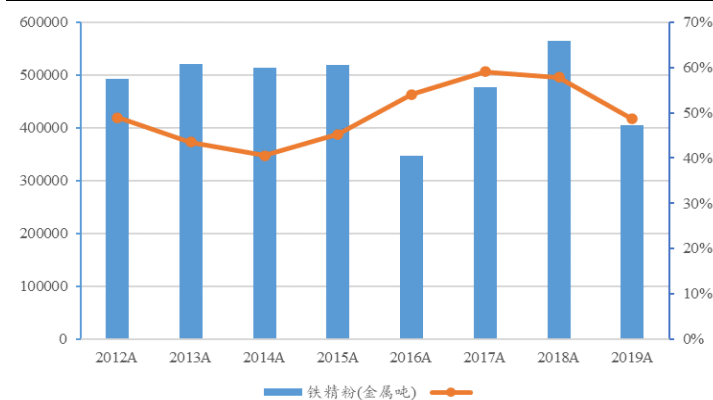
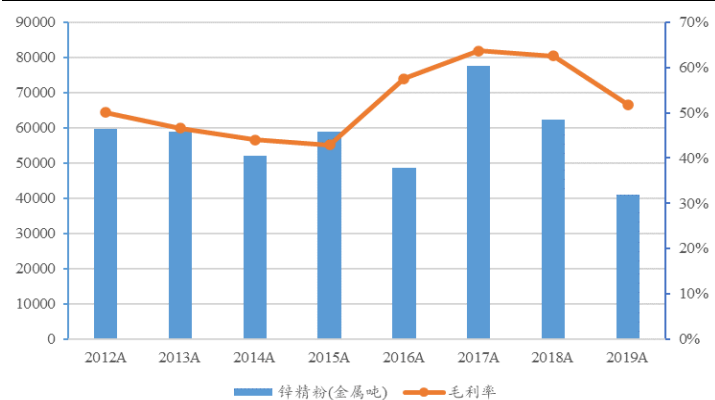
图 4. 融冠矿业（左）和银漫矿业（右）营收和盈利情况



数据来源：万得，信达证券研发中心

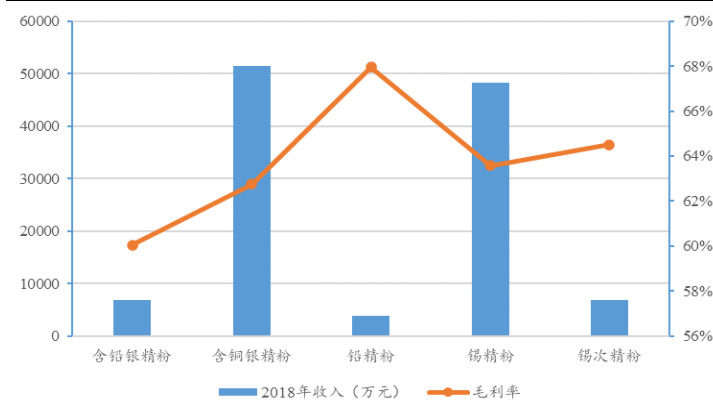
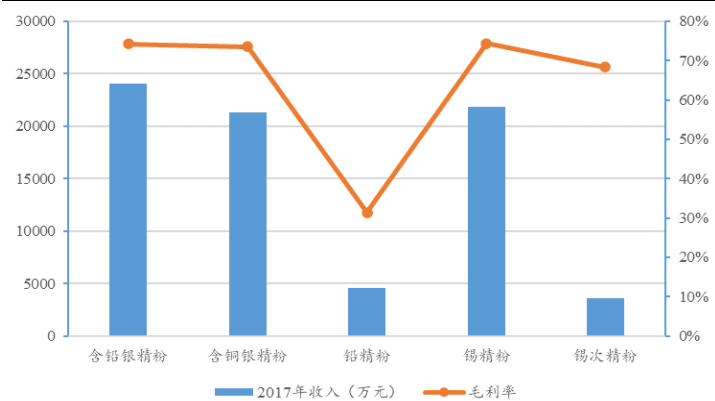
公司主要产品锌精矿、铁精矿等在 2017 年之前较为平稳，2017 年银漫投产之后银、铅、锡等金属产量大幅增长；2019 年银漫停产，主要依赖融冠和锡林生产锌精矿和铁精矿，产量有所下滑，但毛利率基本均维持在较高位置；同时由于公司矿山大部分为多金属矿，成本在各金属之间分摊，综合成本相对较低，各金属产品均维持较高毛利率水平，2018 年为公司正常稳定生产的一年，银精矿、锡精矿、铜精矿的毛利率分别为 61%、68%、64%。预计 2020 年随乾金达投产和银漫复产，公司各金属产量将稳步恢复并提升至设计水平，公司最为艰难的时刻可能已经过去。

图 5. 公司主要产品毛利率



数据来源: 万得, 信达证券研发中心

图 6. 公司银、铅、锡产品收入、毛利率情况



数据来源: 万得, 信达证券研发中心

银铅锌锡储量较大, 开采潜力足

公司现下属 7 座矿山, 主力矿山包括融冠矿业、银漫矿业、锡林矿业和乾金达矿业等, 根据 2019 年年报, 公司现有银、铅、锌、锡储量分别为 1.07 万吨、62 万吨、269 万吨和 21.9 万吨, 其中银漫矿业白银储量达到 9677 吨, 位列国内在产矿山第一位; 同时伴生较高品位的锡矿, 总储量达到 22 万吨, 国内仅次于锡业股份。乾金达共生银矿品位较好, 达到 376g/吨。2017

年之前在产矿山主要包括融冠矿业和锡林矿业，产品为锌精矿和铁精矿，随着 2017 年银漫矿业一期投产、2020 年乾金达投产等，白银、锌、锡等其他金属产量迅速增长，我们预计公司 2021 年的白银、锌、锡产量将超过 300 吨、8.5 万吨和 0.75 万吨。

表 1. 公司主要金属储量

主力矿山	资源量类型	矿石量 万吨	金属量 (万吨)									
			银/吨	锌	铅	锡	铜	铁	铋	钨	锑	镍
锡林矿业	122b+333	1055		30.22				226.0				
	伴生铋矿	534								0.5		
	伴生钨矿	747									0.5	
融冠矿业	121b+122b+333	1487		82.8				464.8				
银漫矿业	铅锌银	1663	2592.8	55.4	17.0							5.3
(111b+122b+333)	铜锡银锌	4398	7084.3	51.9	14.1	21.93	7.9					14.6
乾金达	111b+122b+333	295		15.6	17.0							
	共生银矿	198	746.2									
	共生铜矿	87					0.6					
	伴生银矿	96	23.6									
	伴生铜矿	108					0.1					
荣邦矿业	122b+331+332+333											
	银铅锌矿石	62	65.3	1.1	0.9							
	铅锌矿石	233		3.8	2.3							
	锌矿石	635		10.0								
	铜矿石	122					0.8					
其他	95	59.6	0.3	0.9		0.1						
锐能矿业	122b+333	463	131.8	17.8	9.9							
唐河时代	331+332+333	9755					11.8					32.8
合计			10703.6	269.0	62.0	21.9	21.2	690.8	0.5	0.5	19.9	32.8

资料来源：信达证券研发中心

表 2.公司主要矿山品位情况

主力矿山	资源量类型	银/吨	锌	铅	锡	铜	铁	铋	钨	铋	镍
锡林矿业	122b+333		2.86%				21.42%				
	伴生铋矿							0.09%			
	伴生钨矿								0.07%		
融冠矿业	121b+122b+333		5.57%				31.25%				
银漫矿业	铅锌银	156.12	3.33%	1.02%							0.32%
(111b+122b+333)	铜锡银锌	161.08	1.18%	0.32%	0.50%	0.18%					0.33%
乾金达	111b+122b+333		5.29%	5.76%							
	共生银矿	376.29									
	共生铜矿					0.68%					
	伴生银矿	24.94									
	伴生铜矿					0.09%					
荣邦矿业	122b+331+332+333										
	银铅锌矿石	105.97	1.73%	1.42%							
	铅锌矿石		1.63	0.98							
	锌矿石		1.57								
	铜矿石					0.64%					
其他											
锐能矿业	122b+333	28.5	3.85%	2.14%							
唐河时代	331+332+333					0.12%					0.34%

资料来源：信达证券研发中心

公司采选能力持续扩张，2019 年安全生产事故影响项目的建设、技改进度，预计随着各矿山逐步复产，采选能力将恢复；2019 年 4 月 10 日、6 月 4 日融冠矿业和锡林矿业复产，2020 年 3 月和 5 月荣邦矿业投产、乾金达复产，加上复产流程几近完成的银漫矿业，公司主要矿山基本均完成复产。根据公司采矿证及项目设计方案，各子公司均达产后，金属产量将达到银 439 吨、锌 12.84 万吨、铅 3.51 万吨、锡 1 万吨、铜 1.48 万吨、铁精矿 49 万吨。

表 3. 公司各子公司设计采选能力

子公司名称	采选产能 (万吨)	完全达产后各金属产量(金属量, 吨, 万吨)						
		银精矿	锡精矿	锌精矿	铜精矿	铅精矿	铁精粉	镍
融冠矿业	135			4.08				30.00
锡林矿业	72			1.56				19.00
银漫矿业	330	300.00	1.00	6.00	1.00	2.00		
乾金达矿业	30	120.00		1.20	0.10	1.30		
赤峰荣邦	30	17.00			0.02	0.21		
唐河时代	330				0.36			1.01
合计		437.00	1.00	12.84	1.48	3.51	49.00	1.01

资料来源: 信达证券研发中心

根据公司计划, 2020 年融冠矿业和锡林矿业进行恢复性生产, 乾金达矿业在 Q4 达产, 若银漫矿业复产顺利则一期项目在 Q3-4 能够保持较高的采选水平, 我们预计上述各矿山在 2021 年均能达到满产状态。

表 4. 公司各金属产量及预测(万吨)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
银/吨	155.48	179.00	28.68	160.28	325	437
锌	7.59	6.23	4.09	4.63	8.53	10.73
铅	0.71	0.12	0.19	0.59	2.46	3.06
锡	0.30	0.45	0.04	0.31	0.75	0.85
铜	0.08	0.20	0.00	0.35	0.70	0.95
铁	53.83	60.60	38.50	34.00	41.00	43.00
钼/吨	348.65	104.00	123.00	200.00	260.00	260.00

资料来源: 信达证券研发中心

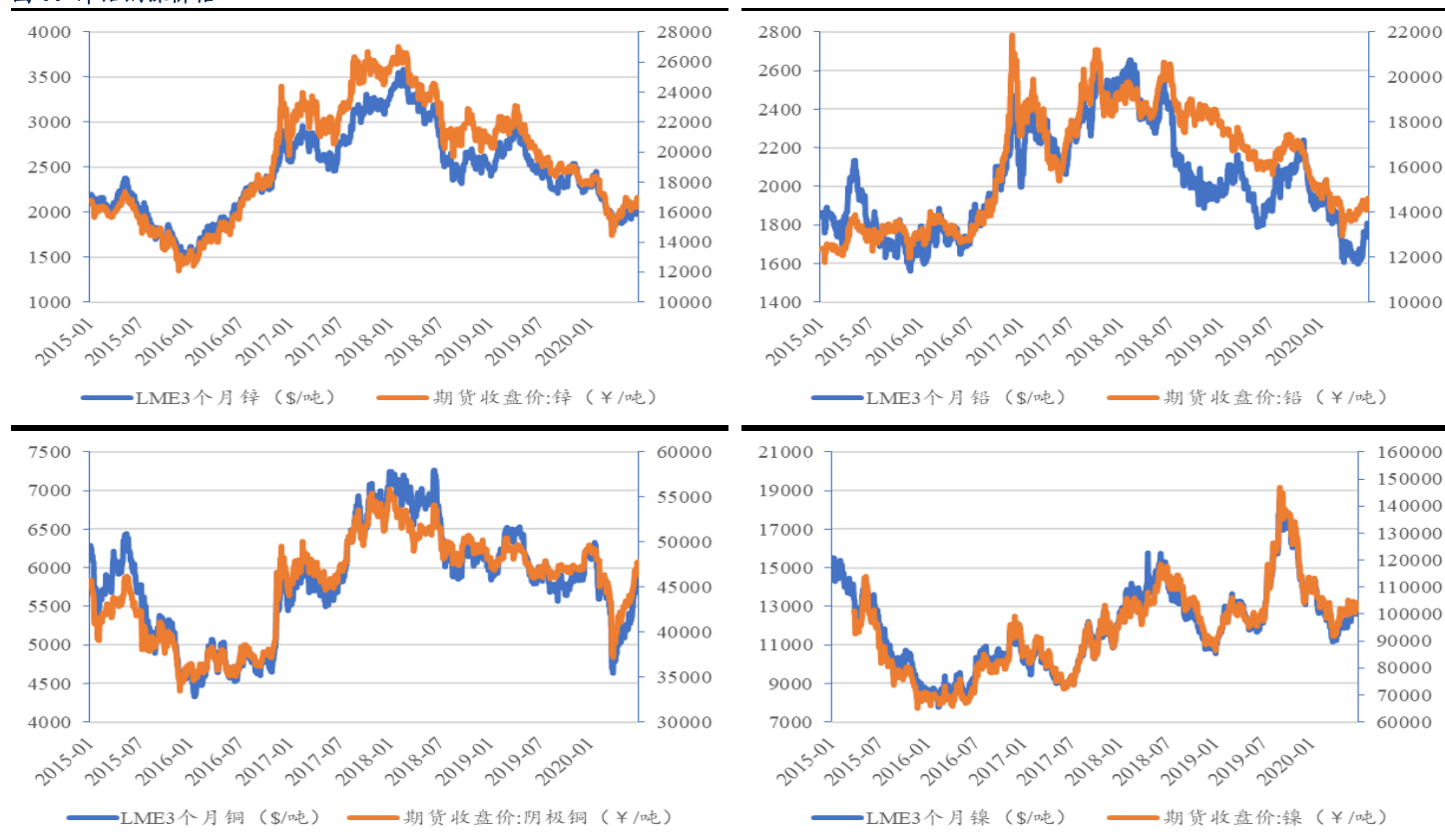
工业金属价格处于低位, 白银弹性大

2020 年受公共卫生事件影响, 工业金属价格大幅下挫, 虽 4 月以来有所修复但仍处于较低位置, 随疫情影响逐步消退、全球经济逐步复苏, 工业金属需求也将逐步恢复。

而白银在前期工业属性主导价格之后逐步向金融属性主导过度，价格修复已至下跌之前位置。我们通过复盘贵金属价格走势情况发现，在贵金属牛市中，白银价格的弹性要高于黄金；现阶段金银比仍处于 98 的较高位置，根据历史经验预计后期将修复至 60-80 的中枢位置。

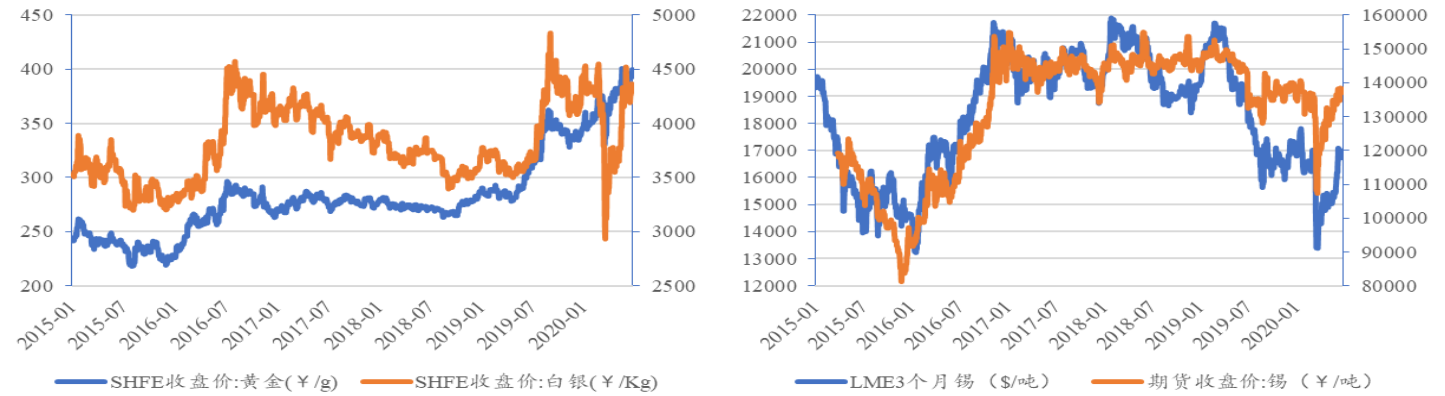
通缩预期消退，贵金属价格上升迎来最为舒适时刻。美国通胀保值债券隐含通胀水平在 6 月中旬全部转正，预示投资者对美国经济从通缩预期转变为通胀预期；美联储预期美国经济在 2022 年之前难以恢复，将联储基准利率维持在 0 附近，同时传达出控制收益率曲线扁平化的预期。在名义收益率维持低位情况下，美国通胀保值债券隐含通胀回升将带动真实利率的持续下降，贵金属价格上涨或迎来最为舒适时刻，而白银具有更大的价格弹性，兴业矿业白银产量在 20-22 年大幅增长至 400 吨以上将直接受益白银价格上涨。

图 7. 锌铅铜镍价格



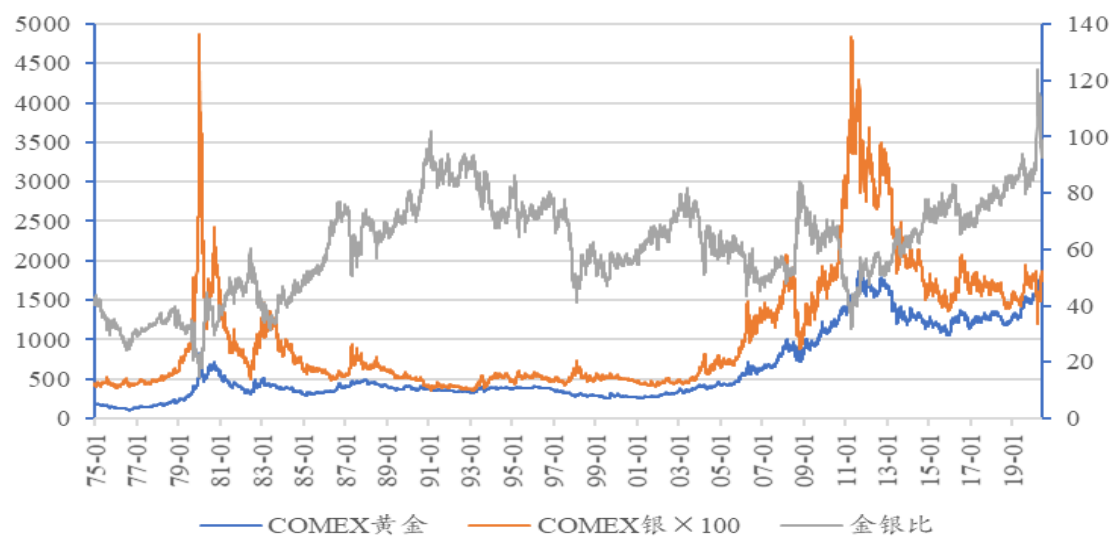
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8. 金银价格与锡价格



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 9. 金银比数据 (\$/盎司)



数据来源: 万得, 信达证券研发中心

盈利预测

随着银漫矿业复产、乾金达矿业在 Q3-4 实现满产, 公司银、锌、锡精矿产量将实现大幅增长, 我们预计公司 2020-2022 年

白银产量分别为 160、325 和 437 吨，锌产量 4.63、8.53、10.73 万吨；2018-2019 年银精矿销售价格为 3255、3880 元/Kg，我们预计 20-22 年白银销售均价为 3800、3900、4000 元/Kg。我们根据上述产量和价格测算公司摊薄每股收益分别为 0.17 元、0.51 元和 0.72 元，考虑公司白银与锌产量大、品位高、成本低，正常生产后盈利能力和现金流将大幅提升，维持“买入”评级。

表 5. 主要财务数据

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	2,439.00	873.66	1,705.02	3,481.76	4,436.60
增长率 YoY %	15.51%	-64.18%	95.16%	104.21%	27.42%
归属母公司净利润(百万元)	-170.64	102.22	316.22	930.40	1,331.21
增长率 YoY%	-130.20%	-	209.36%	194.22%	43.08%
毛利率%	62.09%	48.84%	57.95%	59.11%	59.34%
净资产收益率 ROE%	-3.25%	1.95%	5.66%	14.84%	18.92%
EPS(摊薄)(元)	-0.09	0.06	0.17	0.51	0.72
市盈率 P/E(倍)	-75	125	40	14	10
市净率 P/B(倍)	2.50	2.38	2.20	1.90	1.74

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2020 年 06 月 24 日收盘价

风险提示

银漫矿业复产不及预期，贵金属价格大幅下调，铜锡铅锌价格大幅下滑。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	707.59	778.55	1,108.82	2,244.96	3,100.59
货币资金	70.04	227.58	484.70	1,327.16	2,024.92
应收票据	58.72	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	88.94	71.47	139.48	284.83	362.94
预付账款	5.91	4.41	7.07	14.04	17.78
存货	262.21	140.92	143.40	284.77	360.78
其他	221.77	334.17	334.17	334.17	334.17
非流动资产	8,225.91	8,490.84	8,470.22	8,336.84	8,088.32
长期股权投资	293.01	493.85	493.85	493.85	493.85
固定资产(合计)	2,862.11	2,914.24	3,223.31	3,449.03	3,650.62
无形资产	3,507.74	3,364.50	3,149.51	2,936.83	2,726.41
其他	1,563.04	1,718.25	1,603.55	1,457.14	1,217.44
资产总计	8,933.50	9,269.39	9,579.04	10,581.80	11,188.91
流动负债	1,949.92	2,936.55	2,642.48	2,664.88	2,604.08
短期借款	545.00	546.02	796.02	790.60	640.16
应付票据	26.15	13.00	20.85	41.41	52.46
应付账款	782.40	658.08	466.05	427.15	541.17
其他	596.37	1,719.45	1,359.55	1,405.71	1,370.29
非流动负债	1,871.62	957.97	1,108.09	1,109.09	1,110.59
长期借款	1,484.15	504.93	496.13	496.13	496.13
其他	387.47	453.05	611.96	612.96	614.46
负债合计	3,821.54	3,894.52	3,750.57	3,773.96	3,714.67
少数股东权益	-9.06	5.63	22.27	71.24	141.30
归属母公司股东权益	5,121.02	5,369.24	5,806.20	6,736.60	7,332.93
负债和股东权益	8,933.50	9,269.39	9,579.04	10,581.80	11,188.91

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,439.00	873.66	1,705.02	3,481.76	4,436.60
同比(%)	15.51%	-64.18%	95.16%	104.21%	27.42%
归属母公司净利润	-170.64	102.22	316.22	930.40	1,331.21
同比(%)	-130.20%	-	209.36%	194.22%	43.08%
毛利率(%)	62.09%	48.84%	57.95%	59.11%	59.34%
ROE%	-3.25%	1.95%	5.66%	14.84%	18.92%
EPS(摊薄)(元)	-0.09	0.06	0.17	0.51	0.72
P/E	-75	125	40	14	10
P/B	2.50	2.38	2.20	1.90	1.74
EV/EBITDA	25.44	30.27	12.34	7.01	5.40

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,439.00	873.66	1,705.02	3,481.76	4,436.60
营业成本	924.63	446.99	717.00	1,423.85	1,803.91
营业税金及附加	170.56	71.57	85.25	174.09	221.83
销售费用	6.16	3.29	5.08	10.38	13.40
管理费用	238.34	257.82	204.24	314.25	350.49
研发费用	3.07	0.00	0.71	1.95	1.45
财务费用	165.15	164.71	238.97	199.65	157.23
减值损失合计	805.59	-39.07	-6.95	2.09	8.97
投资净收益	10.59	292.04	49.06	63.44	134.85
其他	1.39	-77.01	-13.55	4.52	18.28
营业利润	137.48	183.39	496.21	1,423.48	2,032.45
营业外收支	-6.50	-48.37	-20.68	-24.38	-30.63
利润总额	130.98	135.02	475.53	1,399.10	2,001.82
所得税	301.62	32.82	142.66	419.73	600.55
净利润	-170.64	102.20	332.87	979.37	1,401.28
少数股东损益	-0.01	-0.02	16.64	48.97	70.06
归属母公司净利润	-170.64	102.22	316.22	930.40	1,331.21
EBITDA	599.37	496.18	1,221.71	2,130.27	2,707.25
EPS(当年)(元)	-0.09	0.06	0.17	0.51	0.72

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,147.55	405.07	598.95	1,523.23	2,034.83
净利润	-170.64	102.20	332.87	979.37	1,401.28
折旧摊销	301.89	197.24	508.31	544.69	579.18
财务费用	166.49	163.93	237.87	186.47	126.25
投资损失	-10.59	-292.04	-49.06	-63.44	-134.85
营运资金变动	-39.49	258.37	-438.47	-132.96	52.81
其它	899.89	-24.63	7.42	9.09	10.16
投资活动现金流	-891.24	-115.95	-445.86	-348.42	-195.14
资本支出	-560.66	-200.90	-494.91	-411.86	-329.99
长期投资	3.72	12.08	49.06	63.44	134.85
其他	-334.30	72.86	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-750.02	-158.85	104.03	-332.35	-1,141.93
吸收投资	40.66	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-357.10	2.65	241.90	-99.00	-298.50
支付利息或股息	192.96	161.49	237.87	186.47	861.13
现金流净增加额	-493.71	167.80	257.12	842.46	697.76

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016年任广发证券有色金属行业研究员。2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017年任广发证券有色金属行业研究员，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020年3月加入信达证券研究发展中心，从事贵金属及小金属研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。