



Research and  
Development Center

# 华泽钴镍，“乘风”而行

—— 华泽钴镍（000693.sz）首次覆盖

2014 年 7 月 18 日

范海波 行业分析师

吴漪 行业分析师

丁士涛 研究助理

王伟 研究助理

## 证券研究报告

## 公司研究——首次覆盖

## 华泽钴镍 (000693.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

## 公司主要数据 (2014. 7. 17)

收盘价 (元)	22.59
52 周内股价 波动区间 (元)	11.14-26.33
最近一月涨跌幅 (%)	(3.99)
总股本 (亿股)	5.43
流通 A 股比例 (%)	13.24
总市值 (亿元)	122.77

资料来源: 信达证券研发中心

**范海波** CFA, 行业分析师  
执业编号: S1500510120021  
联系电话: +86 10 63081252  
邮 箱: fanhaibo@cindasc.com

**吴漪** 行业分析师  
执业编号: S1500512110003  
联系电话: +86 10 63081085  
邮 箱: wuyi@cindasc.com

**丁士涛** 研究助理  
联系电话: +86 10 63080936  
邮箱: dingshitao@cindasc.com

**王伟** 研究助理  
联系电话: +86 10 63081273  
邮箱: wangwei2@cindasc.com

## 华泽钴镍, “乘风” 而行

## 首次覆盖

2014 年 7 月 18 日

## 本期内容提要:

## ◆ 行业判断:

2014 全球镍需求端稳定, 供给短缺, 金属市场紧张情绪提前显现。在经历了 3-5 月伦镍上涨周期后, 市场短期或将迎来一轮下调。8、9 月份或将迎来因供给短缺而产生的新一轮上涨行情。

## ◆ 公司产品定价方式将受益于国际镍金属价格上涨:

公司旗下镍矿开采采取外包作业的方式, 生产安全责任由第三方承包商承担。其他生产原材料, 由公司在市场上通过长期供货合同以及阶段性定价取得。在销售过程中, 公司镍相关产品的主要定价方式是参考上海有色、长江有色网、伦敦交易所金属价格后按照一定价格乘数核算。我们判断, 2014 年由全球镍资源供给端产生的结构性短缺所触发的国际镍金属价格上涨将为公司产品的销售带来更大利润空间。

## ◆ 盈利预测与投资评级:

按照公司最新股本 5.43 亿股, 2014-16 年预测摊薄 EPS 为 0.49、0.55、0.52 元。我们参考了目前镍金属子行业可比公司 (吉恩镍业、恒顺电气、兴业矿业) 2014 年预测 PE 均值 67 倍, 保守给予公司 55 倍市盈率, 对应股价为 26.95 元。给予“增持”评级。

## ◆ 股价催化剂:

1. 国际镍金属价格上涨;
2. 国内不锈钢行业镍消耗量持续上升。

## ◆ 风险因素:

1. 国际镍金属价格下行;
2. 短期之内, 国际镍资源供给端得到补充;
3. 公司旗下矿山开采未能按计划达产;
4. 公司镍矿采掘、洗选、冶炼成本上升;
5. 公司旗下矿山安全生产风险。

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6层研究开发中心  
邮编: 100031

## 目 录

投资聚焦.....	1
公司分析.....	3
股权结构变更解析.....	3
公司主营业务分析.....	4
镍金属行业 2014 年整体供需分析.....	10
镍矿石种类及资源禀赋.....	10
全球矿产镍资源储量与开采量结构.....	12
国际镍金属消费结构.....	12
通过“中国供需平衡”判断未来需求拉动力.....	15
中国镍资源储量与消费地位.....	15
中国不锈钢”的下游拉动.....	17
2014 年中国镍金属需求预测模型.....	17
公司核心竞争力分析.....	20
公司 SWOT 分析.....	20
可比公司财务分析.....	21
盈利预测、相对估值与投资评级.....	22
基本假设.....	22
经营模型.....	22
盈利预测.....	24
风险因素.....	24

## 表 目 录

表 1: SWOT 分析.....	20
表 2: 可比公司 2013 年财务对比分析.....	21
表 3: 华泽钴镍主营业务经营模型 Part A.....	22
表 4: 华泽钴镍主营业务经营模型 Part B.....	23

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构变更解析图.....	4
图 2: 公司主营四种产品.....	5
图 3: 公司主营业务收入构成.....	7
图 4: 公司主营业务利润结构.....	7
图 5: 公司分产品毛利率情况.....	7
图 6: 2011-2014 长江有色金属交易所电解镍板价格及 LME 镍金属现货价格.....	8
图 7: 2011-2014 年钴金属价格走势.....	8
图 8: 2011-2013 年公司三费占比营业收入情况.....	9
图 9: 硫化镍矿样本.....	10
图 10: 红土镍矿样本.....	10
图 11: 世界范围内镍资源储量分布.....	10
图 12: 世界范围镍矿资源禀赋分布图.....	11
图 13: 世界各国 2013 年探明镍资源储量.....	12
图 14: 2012、2013 年世界各国镍原矿开采量.....	12
图 15: 2006-2012 世界各主要国家精炼镍产量.....	13
图 16: 全球矿产镍消耗比例统计.....	13
图 17: 金属镍价格相对 LME 库存走势.....	13
图 18: 全球精炼镍供给过剩情况.....	14
图 19: 未来 10 年世界不锈钢产能增长.....	14
图 20: 未来十年全球不锈钢行业精炼镍消耗量.....	15
图 21: 不锈钢生产中精炼镍消耗结构.....	15
图 22: 2006-2013 年中国矿产镍、精炼镍产量、精炼镍消耗量.....	16
图 23: 2006-2013 年中国不锈钢产量与不锈钢行业精炼镍消费量.....	17
图 24: 2006-2013 年中国单位不锈钢粗钢精炼镍消耗比例.....	18
图 25: 中国镍金属消费估算模型假设数据汇总.....	19
图 26: 2014 年中国镍金属消费估算模型.....	19

## 投资聚焦

### 投资逻辑

#### 行业整体

在全球镍金属需求端方面，我们判断中国 2014 年镍原矿需求量仍维持在 150 万吨左右。假设世界其他国家和地区精炼镍消耗量不变，2014 年全球范围内镍原矿需求端仍将以中国为主导。

同时，供给端方面，由于年初印尼镍原矿出口禁令的出台，以及中国年初统计的 8-9 个月矿产镍库存，国际镍资源供给 15% 的缺口预计在 2014 年 8-9 月份显现。全年来看，全球镍原矿缺口预计在 38 万吨左右。

综上所述，我们对于 2014 年全球镍金属行业供需情况做出如下判断：

**需求端稳定，供给短缺，金属市场紧张情绪提前显现。在经历了 3-5 月伦镍上涨周期后，市场短期或将迎来一轮下调。8、9 月份或将迎来因供给短缺而产生的新一轮上涨行情。**

#### 公司方面

公司旗下镍矿开采采取外包作业的方式，生产安全责任由第三方承包商承担。其他生产原材料，由公司在市场上通过长期供货合同以及阶段性定价取得。在销售过程中，公司镍相关产品的主要定价方式是参考上海有色、长江有色网、伦敦交易所金属价格后按照一定价格乘数核算。我们判断，2014 年由全球镍资源供给端产生的结构性短缺所触发的国际镍金属价格上涨将为公司产品的销售带来更大利润空间。

### 与市场不同之处

1. 中国 2014 年不锈钢生产所消耗的镍金属量将维持稳定；
2. 2014 年全球范围内镍金属需求端稳定，供给短缺。8、9 月份或将迎来因供给短缺，以及中国库存消耗殆尽而产生的新一轮上涨行情。

### 股价催化剂

1. 国际镍金属价格上涨；
2. 国内不锈钢行业镍消耗量持续上升。

**盈利预测与投资评级:**

按照公司最新股本 5.43 亿股, 2014-16 年预测摊薄 EPS 为 0.49、0.55、0.52 元。我们参考了目前镍金属子行业可比公司(吉恩镍业、恒顺电气、兴业矿业) 2014 年预测 PE 均值 67 倍, 保守给予公司 55 倍市盈率, 对应股价为 26.95 元。给予“增持”评级。

**核心假设****1. 2014 年公司大幅调低国内贸易在营业收入中的占比, 镍金属相关业务有望回暖**

2013 年受到国际镍金属价格不断下行的影响, 公司自有产品销售价格持续下跌。因此, 公司努力开发国内贸易产品市场, 这导致了公司主营业务收入大幅上涨。但该部分产品的毛利率极低, 对公司毛利的贡献能力有限。纵观 2011、2012 年, 公司有色金属镍冶炼相关业务营业收入均维持在 12 亿左右。2013 年由于国际镍金属价格大幅下滑, 公司相对收缩了镍金属冶炼相关业务, 仅完成 8 亿元左右。

2014 年由于印尼对于镍原矿出口的全面禁止为国际镍金属供给端所带来的结构性缺口, 伦镍金属价格已由 2013 年初的 \$13218/吨上涨至 \$19390/吨, 涨幅高达 46.7%。因此, 我们预计随着镍金属价格的本轮上涨, 公司 2014 年在剔除 13 年国内贸易所带来的营业收入“虚高”后, 相对 2012 年能够恢复到正常水平, 并出现 15%左右的增长。

**2. 14 年 6 月公司矿山安全事故停产导致公司 2014 年成本上升**

华泽钴镍旗下企业平安鑫海资源开发有限公司所属元石山矿于 2014 年 6 月 7 日发生生产安全事故。矿山生产因此停止, 直至 2014 年 7 月 4 日复产。我们认为公司约 1 个月的停产期, 将会对全年营业成本产生影响。因此, 我们预计 2014 年全年生产成本将出现一定程度上涨。

**风险提示:**

1. 国际镍金属价格下行;
2. 短期之内, 国际镍资源供给端得到补充;
3. 公司旗下矿山开采未能按计划达产;
4. 公司镍矿采掘、洗选、冶炼成本上升;
5. 公司旗下矿山安全生产风险。

## 公司分析

### 股权结构变更解析

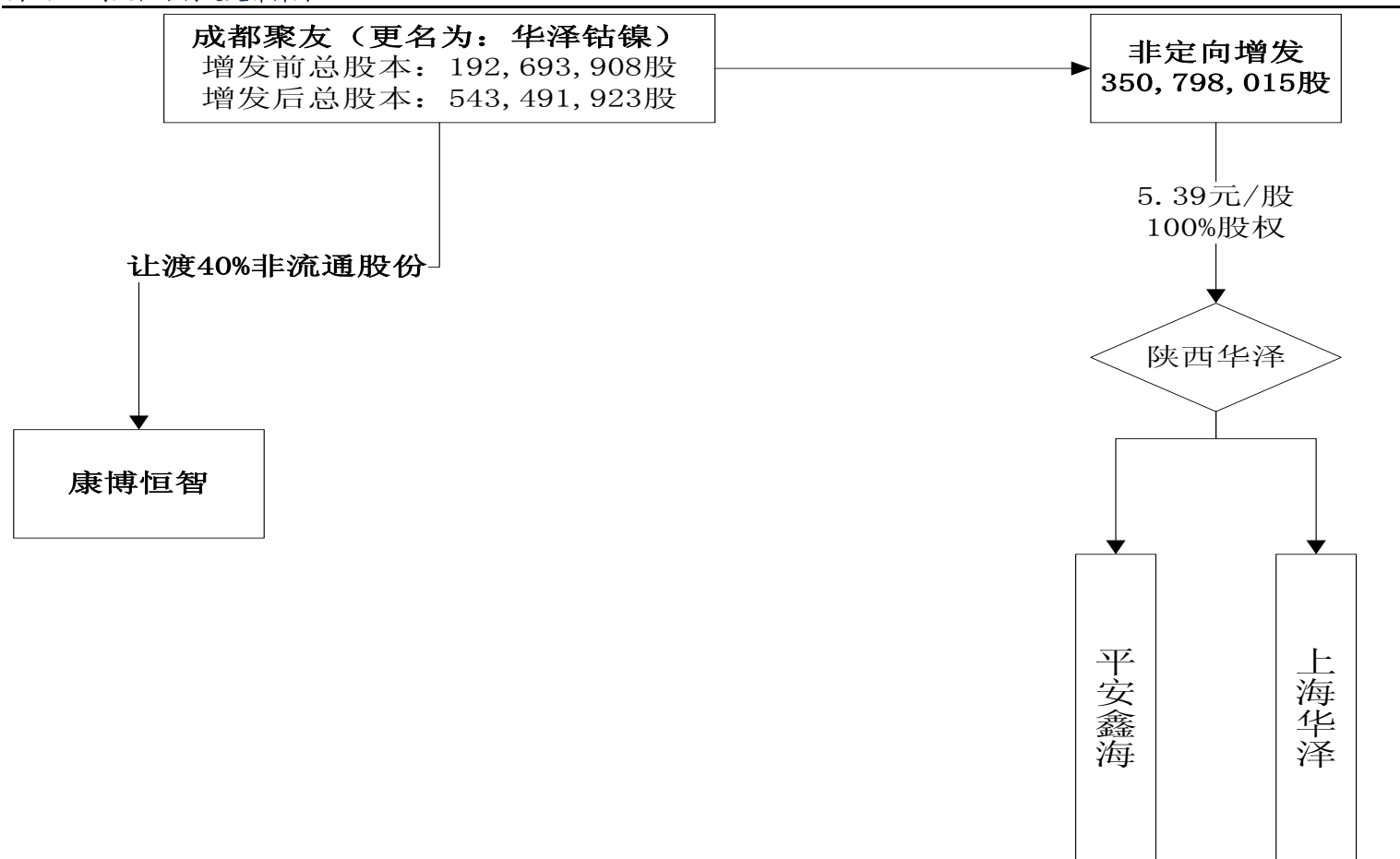
#### 第一步：原“成都聚友网络股份有限公司”出售资产及负债（完成原有资产、债权剥离）

- **2007 年**---上市公司华泽钴镍（000693）前身为成都聚友网络股份有限公司。由于成都聚友 2004、2005、2006 年三年连续亏损，该公司股票于 2007 年 5 月 23 日股票被深交所正式通知暂停上市。
- **2008 年**---为配合聚友网络的股权分置改革和资产重组，2008 年 12 月 30 日康博恒智公司成立。该公司成立的目的是为了承接、受让上市公司聚友网络的全部资产及债务。
- **2011 年**---以 2011 年 6 月 30 日为基准日，上市公司聚友网络将其全部资产和负债（包括自有负债）以 0 元的价格出售给康博恒智；同时，聚友网络全体非流通股股东统一让渡上市公司 40%的股份（合计 53654164 股）以偿还金融负债及或有负债。

#### 第二步：原“成都聚友网络股份有限公司”发行股份购买 100%陕西华泽资产（完成华泽钴镍资产注入）

- **2013 年**---经证监会批准，成都聚友以非公开发行价 5.39/股，非公开发行股份总量 350798015 股，用以收购陕西华泽原股东持有的该公司 100%股份。
- **2014 年**---该部分新增股份于 2014 年 1 月 10 日完成股权登记；公司于该日启用新证券简称“华泽钴镍”并维持原股票代码。

图 1: 公司股权结构变更解析图



资料来源：信达证券研发中心整理

## 公司主营业务分析

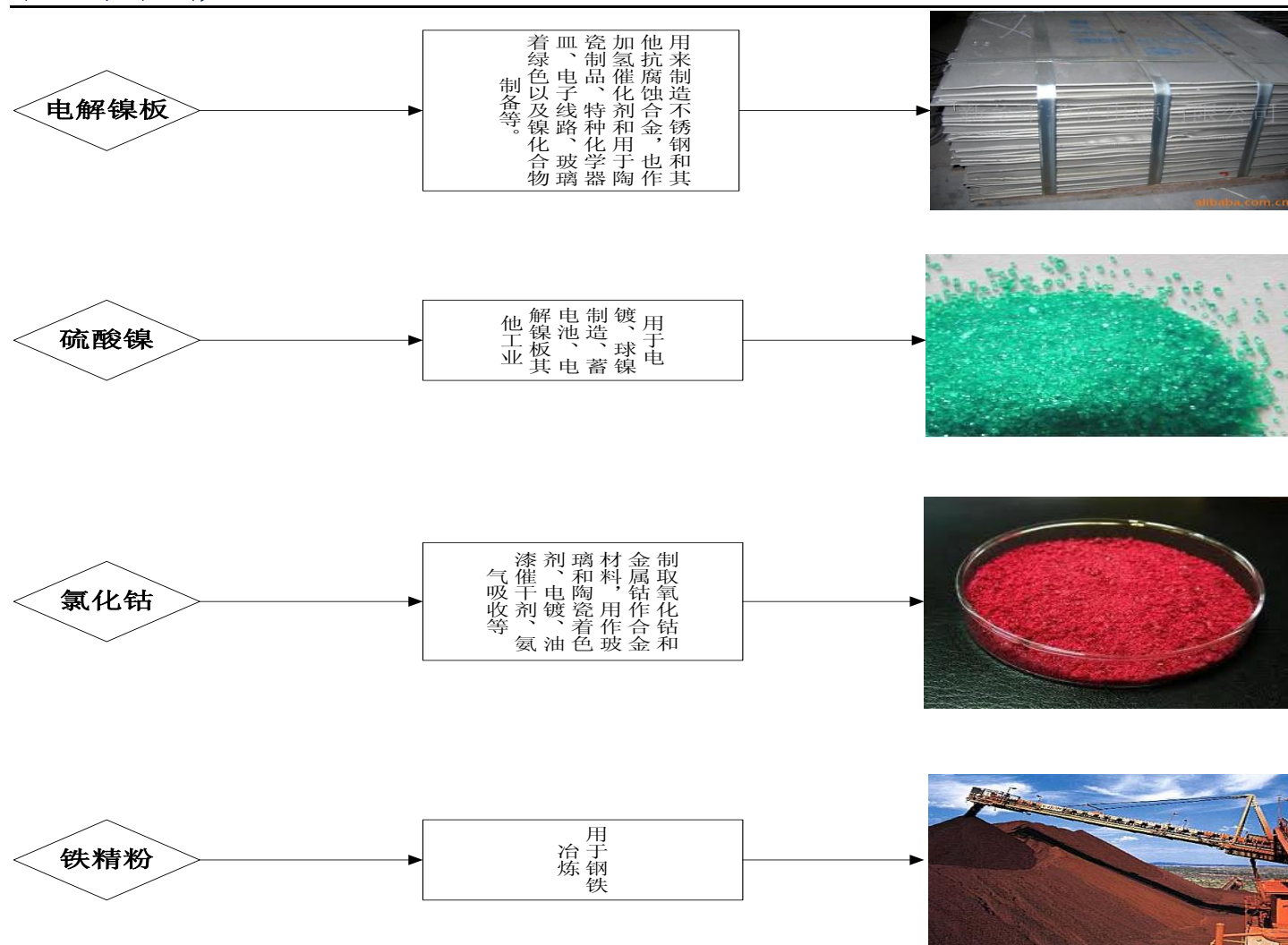
### 公司主营业务及产品

华泽钴镍的经营范围及主营业务为：有色金属的生产和销售；化工产品（危险、易制毒化学品除外）；镍精矿产品、高冰镍的销售；经营本企业自产产品及技术的进出口业务；经营本企业生产所需原辅料、仪表仪器、机械设备、零配件及技术的进出口业务；（国家限定公司经营和国家禁止进出口的商品除外）；经营进料加工和三来一补业务。



华泽钴镍的主要产品为**电解镍板**、**硫酸镍**，同时拥有伴生品**氯化钴**及副产品**铁精粉**。

图 2：公司主营四种产品



资料来源：信达证券研发中心整理

公司经营模式



## 采购模式

### 1. 矿石

目前，华泽钴镍生产所需的主要原料（即镍铁矿石）的开采采取外包方式，由中十冶集团有限责任公司等负责华泽钴镍所需镍矿石的开采工作，并对相关的安全生产负责。

### 2. 其他原材料、辅料

对于华泽钴镍生产电解镍板所需要的主要原材料，华泽钴镍主要与供应商签订价格不定、供应量确定的长期供货合同，每月在实际供货时再签订相关确定当月供应量及相关价格确定原则的子合同。相关的价格主要依据上海有色网、长江有色金属网1#电解镍板的现货价格（国内采购）或者伦敦金属交易所（LME）镍金属的现货价格（进口）相应折扣确定；相关辅料主要根据实际需要逐笔签订合同并按照市场价格确定采购价格。对于平安鑫海生产硫酸镍的除矿石外主要原材料、辅料，平安鑫海按照实际需要的原材料逐笔签订相应的合同，采购相应的原材料。

## 生产模式

华泽钴镍的生产部门编制下年度生产经营计划，由华泽钴镍管理层、董事会逐级审查通过后，管理层按生产计划组织生产。

采矿业务采取外包模式。为发挥专业分工优势，劳动密集型的矿山开采、运输等任务由专门的承包商完成，平安鑫海与承包采矿施工单位签订《元石山镍铁矿露采工程承包合同书》，平安鑫海工程技术人员对承包采矿施工单位的采矿工程作业予以技术指导，并监督其日常采矿工程作业。

冶炼和电解业务由企业相关人员自行组织生产，采用大规模、批量化、连续化的作业模式。

## 销售模式

### ➤ 电解镍板的销售

对于电解镍板的销售，华泽钴镍主要与客户签订长期的确定供应量、不确定价格的供应合同。在每月实际向客户供货时签订相应的确定供货量及供货价格原则的长期合同下的子合同，并在收到客户的预付款或者国内信用证后向客户发货。在实际发货时，电解镍板价格一般按照上海有色网（<http://www.smm.cn>）、长江有色金属网（<http://www.cjys.net>）发货当日的#1 电解镍板的现货价格及前一个月的平均价格下浮一定金额确定。

### ➤ 其他产品的销售

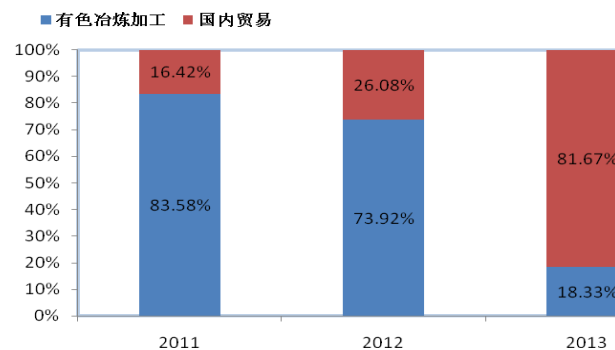
对于除硫酸镍、氯化钴以及铁精粉的销售，华泽钴镍一般按照销售时的市场状况确定相应的销售对象以及按照销售时的市场

价格确定相应的供货价格。

### 公司主营业务收入结构及毛利率情况

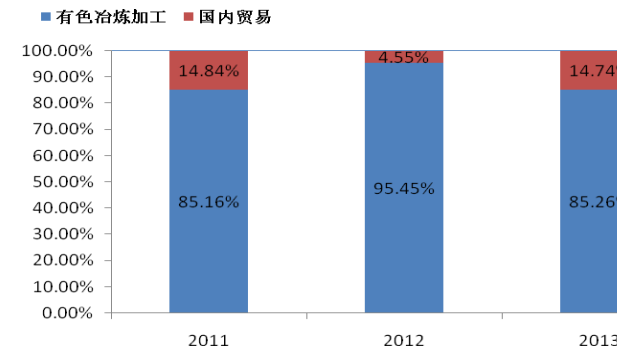
从公司两项主营业务过去 3 年中的表现来看，虽然公司在国际有色金属，特别是镍金属价格低迷期间国内贸易业务量不断加大，但有色金属冶炼仍然是公司贡献利润的主要方面，利润结构占比 80%以上。

图 3: 公司主营业务收入构成



资料来源：信达证券研发中心整理

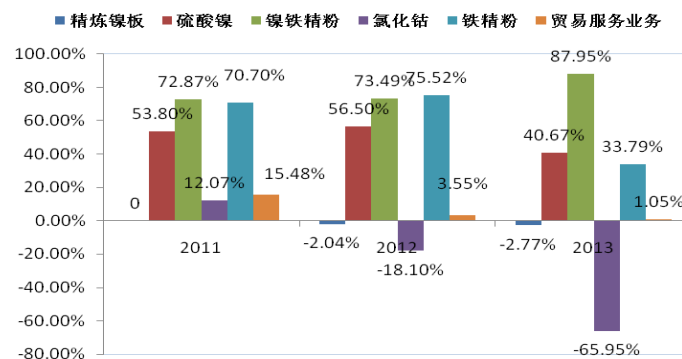
图 4: 公司主营业务利润结构



资料来源：信达证券研发中心整理

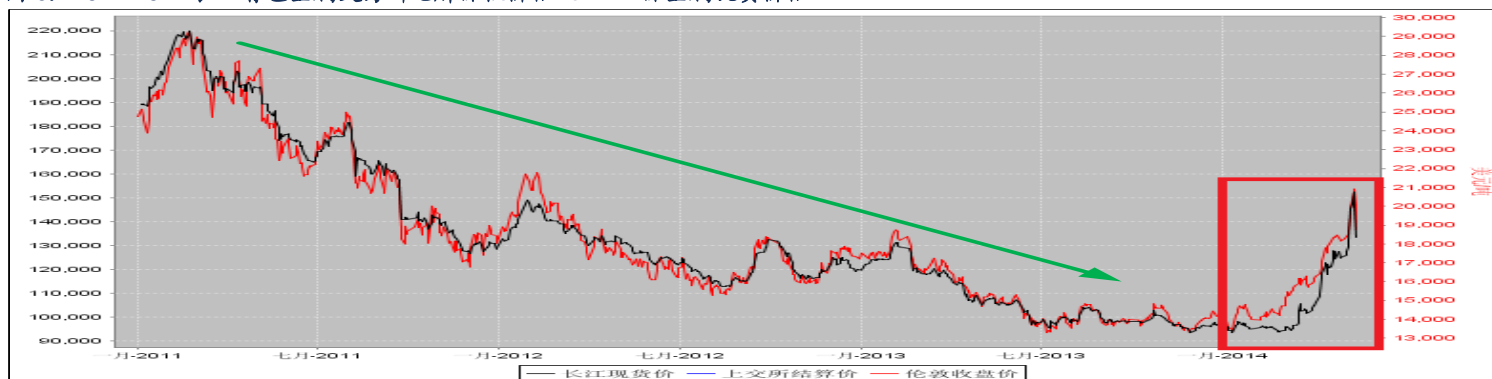
从公司分产品毛利率情况来看，过去三年中公司毛利率最稳定的三项业务分别是硫酸镍、镍铁精粉、铁精粉销售。在公司主要产品电解镍板由于国际市场价格低迷而出现毛利率大幅下滑时，该三项业务所实现的高毛利率成为公司实现利润业绩的保障。

图 5: 公司分产品毛利率情况



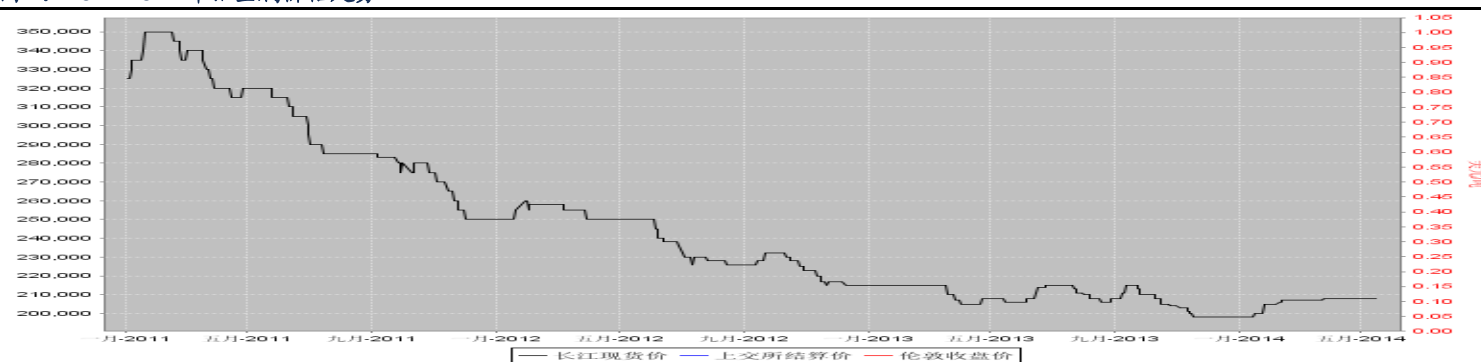
资料来源：信达证券研发中心整理

图 6: 2011-2014 长江有色金属交易所电解镍板价格及 LME 镍金属现货价格



资料来源: 信达证券研发中心整理

图 7: 2011-2014 年钴金属价格走势



资料来源: 信达证券研发中心整理

公司 2011、12、13 年电解镍板业务毛利率分别为 0、-2.04%、-2.77%。我们分析, 该部分业务毛利率下滑的主要原因是 2011 年至 2013 年底, 长江有色金属交易所#1 镍板价格以及 LME 镍金属现货价格持续下行, 跌幅超过 50%, 导致公司吨产品现金成本与销售价格形成倒挂所致。

但是, 由于 2014 年 1 月印尼政府颁布的镍原矿出口禁令预计在国际范围内形成 15% 左右的供给缺口, 今年 1 月 13 日以来, 长江金属交易所#1 镍板价格以及 LME 镍金属现货价格均出现了最高 50% 左右的涨幅。因此, 我们预计公司精炼镍板生产、销售业务 2014 年毛利率将会出现较明显好转, 对公司形成利润贡献。

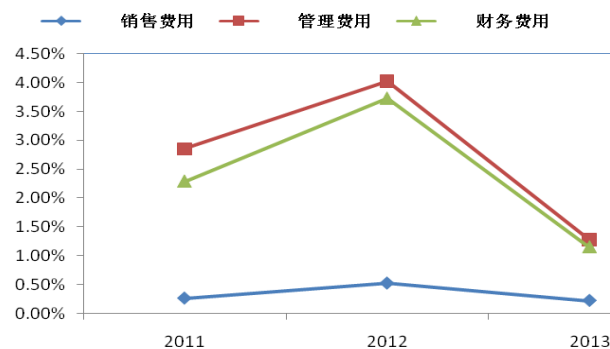
硫酸镍生产、销售业务毛利率 2011、12、13 年分别为 53.8%、56.5%以及 40.67%。该毛利率在 2013 年出现明显下滑的原

因主要是由于国际镍金属价格在 2013 中维持低位运行。由于 2014 年 1 月印尼政府颁布的镍原矿出口禁令预计在国际范围内形成 15%左右的供给缺口，今年 1 月 13 日以来，长江金属交易所#1 镍板价格以及 LME 镍金属现货价格均出现了最高 50%左右的涨幅。因此，我们预计公司硫酸镍生产、销售业务 2014 年毛利率将会出现较明显好转，对公司形成利润贡献。

公司氯化钴生产毛利率在过去三年中从 2011 年的 12.07%下降到 2013 年的-65.95%。从长江有色金属交易所钴金属价格走势来看，2011-2013 年，金属钴的价格从 360,000 元/吨下降至 200,000 元/吨，降幅高达 44%。公司氯化钴的销售定价受到金属价格持续下降的影响，毛利率逐年降低。

#### 公司三项费用占比营业收入情况

图 8: 2011-2013 年公司三费占比营业收入情况



资料来源：信达证券研发中心整理

从公司过去三年三费占比营业收入情况来看，2012 年三费出现了较明显的增长，这主要是由于公司当年无形资产摊销、利息支出以及手续费增加所致，2013 年基本恢复到正常水平且稳中有降。

## 镍金属行业 2014 年整体供需分析

### 镍矿石种类及资源禀赋

镍矿石主要可分为两大类：**硫化镍矿**及**氧化镍矿**。氧化镍矿因其中含有大量铁氧化物而成红褐色，所以也被称为**红土镍矿**。硫化镍矿主要以镍黄铁矿、紫硫镍铁矿等游离形态存在，一般都含有铜、钴和贵金属，其含量的高低因不同产地的硫化镍矿床而有很大差异。红土镍矿是由含镍的岩石风化、浸淋、蚀变、富集而成的，由铁、铝、硅等含水氧化物组成。

图 9: 硫化镍矿样本



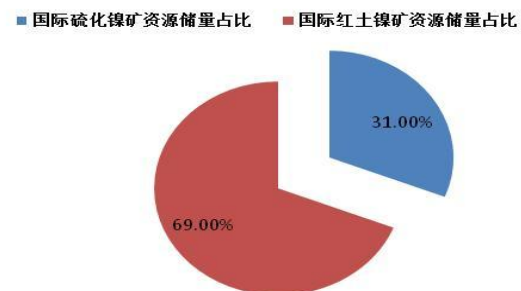
资料来源: USGS, 信达证券研发中心整理

图 10: 红土镍矿样本



资料来源: USGS, 信达证券研发中心整理

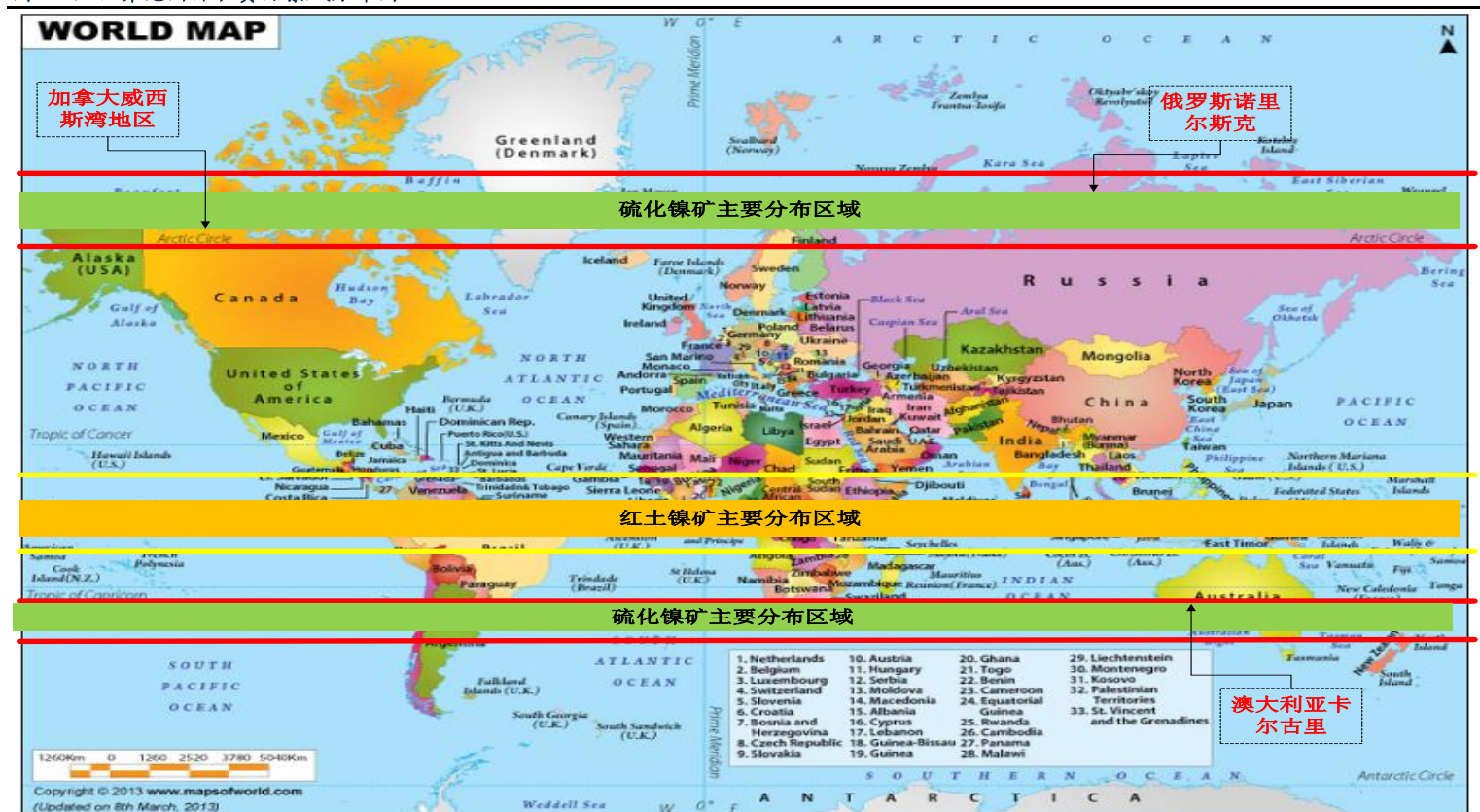
图 11: 世界范围内镍资源储量分布



资料来源: 信达证券研发中心整理



图 12: 世界范围镍矿资源禀赋分布图



资料来源: USGS 信达证券研发中心整理

硫化矿约占世界储量的 31%，红土矿约占世界储量的 69%。硫化镍矿主要分布在地球南北高纬度地区，如南美的巴西、澳洲的西南部、非洲南部、北欧、北美以及中国的东北、西北地区。俄罗斯的诺里尔斯克和加拿大的威西湾分别处于北纬 68 度和 57 度的地区，是世界上最大的硫化镍矿床。由于红土镍矿由富含铁、镍和钴的各种热带及亚热带土壤组成，形成于橄榄岩床，所以红土镍矿绝大多数处于赤道线南北 30 度以内的地区。古巴、多米尼加共和国、危地马拉、巴西、澳洲、菲律宾、印度尼西亚、新喀里多尼亚、俄罗斯、中国、塞尔维亚和马其顿均有大型红土矿床。

由于前述两种镍矿石的地质学及矿物学特点迥异，因而使用不同的矿物加工及冶金加工方法开采。目前，硫化镍矿的产量约占全世界镍矿产量的 56%，而红土镍矿的产量约占全世界镍矿产量的 44%。硫化镍矿的矿石成份由于矿床不同而迥异，因此加工流程亦不尽相同，通常采用浮选、冶炼和精炼加工等生产程序。副产品或联产品（如铜、钴和铂族金属）可为硫化矿床贡献大量经济价值。通常情况下，对红土镍矿的矿石采用冶炼工序，加工成铁镍产品（约含 25%-35% 的镍），可用于生产不

锈钢；如采用浸取法加工，则能够生产精炼镍产品（约含 99% 的镍）。另外，在红土镍矿的矿石提炼中可得到钴等副产品。

一直以来，硫化镍矿产出的镍占镍产量的比重较大，原因在于其品位高、杂质少、容易开采和加工。但在过去十年中，随着镍的开采量日益加剧，硫化物型镍矿山开采程度日益加深，硫化镍矿的保有资源储量急剧减少，同时受到日益提高的环保要求、红土镍矿提取技术的进步及镍价格因素等的影响，镍的产量逐渐向红土镍矿的开采转移。

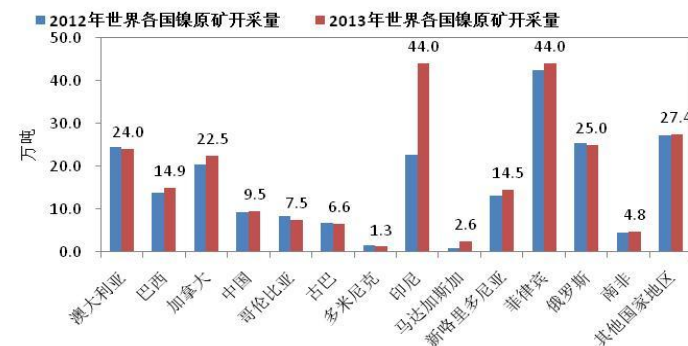
## 全球矿产镍资源储量与开采量结构

图 13: 世界各国 2013 年探明镍资源储量



资料来源: USGS, 信达证券研发中心整理

图 14: 2012、2013 年世界各国镍原矿开采量



资料来源: USGS, 信达证券研发中心整理

根据美国地质调查局的统计，2013 年全球已探明镍资源储量约为 7400 万吨。全球范围内镍资源储量集中，前 10 大镍储量国占比世界储量的 90% 左右。目前，澳大利亚作为最大的镍资源储量国，拥有约 1800 万吨的镍矿资源。

同时，从全球范围内镍矿供给端来看，印尼与菲律宾 2013 年镍原矿产量均为 44 万吨。但是，从 2014 年 1 月 12 日起印度尼西亚政府开始全面禁止镍原矿的出口，并促使外资矿产公司（例如：自由港麦克默伦等）在其国内投建镍铁、精炼镍生产线，以提升产品附加值。

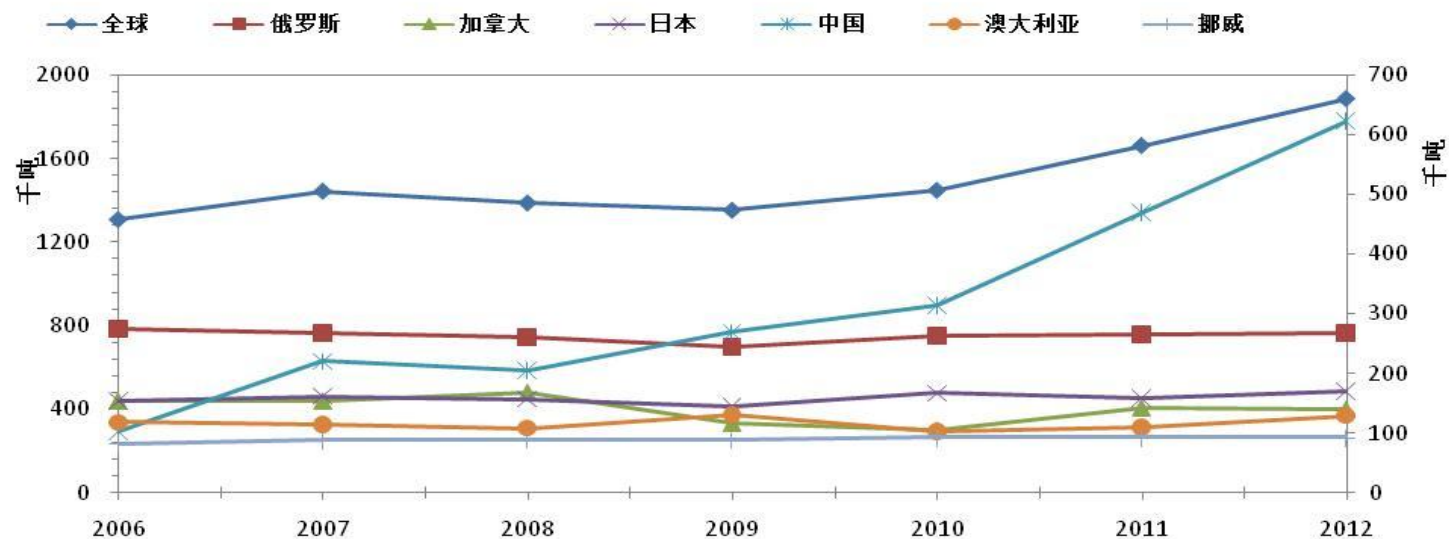
纵观 2013 年全球镍矿供给，总量约为 250 万吨。由于印尼占比世界年矿石供给量 15% 以上，我们认为，该原矿出口禁令的颁布所导致的供给缺口将成为未来镍金属价格上涨的主要支撑。

## 国际镍金属消费结构

### 镍金属“最大消耗国”影响力



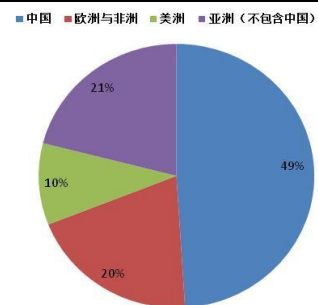
图 15: 2006-2012 世界各主要国家精炼镍产量



资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

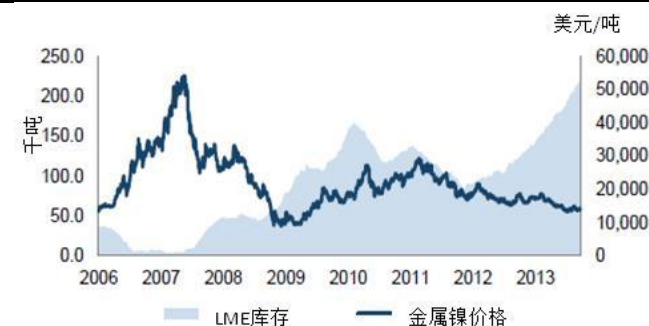
从 2006-2012 年全球精炼镍总产量来看, 年均复合增长率 6.27%。在全球主要精炼镍生产国中, 2006-2012 年间, 中国精炼镍产量的复合增长率最高, 约为 35.17%。从 2009 年起, 中国已经取代俄罗斯成为世界第一大精炼镍生产国。

图 16: 全球矿产镍消耗比例统计



资料来源: Norilsk Nickel, 信达证券研发中心整理

图 17: 金属镍价格相对 LME 库存走势



资料来源: LME, 信达证券研发中心整理

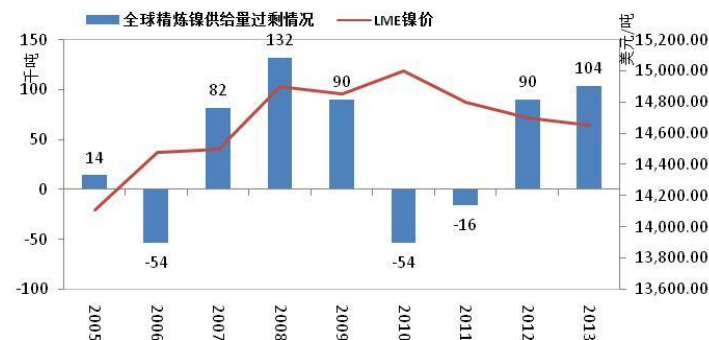
作为目前世界上最大的精炼镍生产、消耗国，中国 2013 年镍原矿消耗量占比世界总产量的 49%。而中国自开采量仅占当年世界镍矿开采总量的 4% 左右。

因此，作为世界最大镍金属消耗国，中国在镍矿石原材料上的补充主要依赖于进口。国际大宗商品价格的变化，以及各主要生产国对于矿产镍出口的限制都将一定程度上拉高中国精炼镍成本，并撬动下游产品价格的上涨。

### 国际镍金属价格影响因素分析

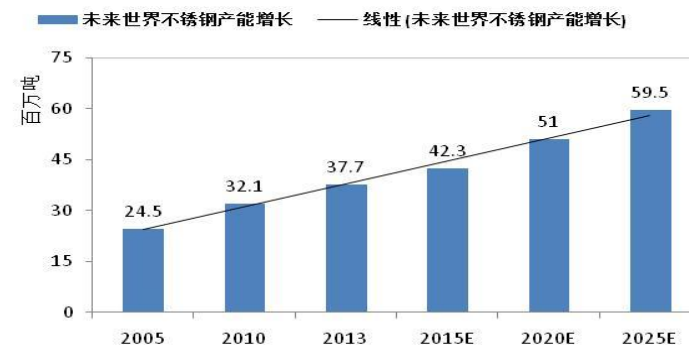
精炼镍价格与 LME 精炼镍库存基本成负相关趋势。2006-2007 随着 LME 库存的下降，精炼镍价格出现了大幅走高的现象，一度冲击 5.2 万美元/吨。而近几年随着全球精炼镍产能过剩，国际金属镍价格进入下行区间，2013 年平均价格约为 1.5 万美元/吨。

图 18: 全球精炼镍供给过剩情况



资料来源: Norilsk Nickel, 信达证券研发中心整理

图 19: 未来 10 年世界不锈钢产能增长



资料来源: Norilsk Nickel, 信达证券研发中心整理

2005-2013 年，精炼镍价格的走势与国际市场精炼镍供给过剩程度也存在负相关关系。2005-2006 年，国际镍金属价格由于供给短缺而出现了阶段性上涨；2007-2009 年，随着中国不锈钢产能的激进式增长，作为主要原材料的金属镍受下游需求拉动，出现了产量、价格齐增长的现象；2010-2011 年，随着国际市场镍金属价格的再度短缺，镍金属价格再度攀升。2012 年全球精炼镍产量过剩于需求量 90,000 吨，2013 年该数据上升至 104,000 吨。

我们认为，2014 年 1 月以来，随着印尼镍原矿供给的停止，目前世界范围内镍金属行业处在一种“库存消耗”的状态，预计国际范围内边际库存平衡点会在 2014 年 8、9 月份间显现。（详见本报告：“2014 年中国镍金属消费预测模型” 部分）

目前，精炼镍的主要下游应用为不锈钢材料制造，占比约为精炼镍总产量的 85%。按照世界最大的镍金属生产企业 Norilsk Nickel 2014 年 1 月 4 日预估，未来 10 年内全球不锈钢产量年复合增长率将达到 3.9%，截止 2025 年全球不锈钢产量将达到

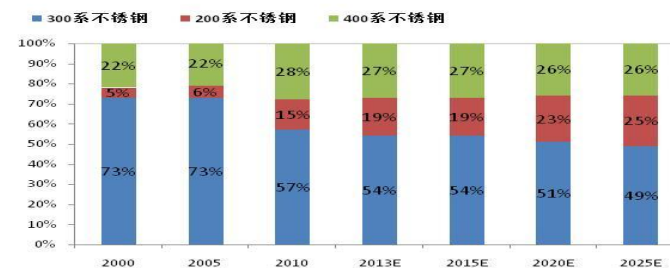
5950 万吨/年。全球不锈钢生产所带来的精炼镍需求将以年复合增长率 2.8%左右上升，2025 年预计将达到 180 万吨/年。

图 20: 未来十年全球不锈钢行业精炼镍消耗量



资料来源: Norilsk Nickel, 信达证券研发中心整理

图 21: 不锈钢生产中精炼镍消耗结构



资料来源: Norilsk Nickel, 信达证券研发中心整理

## 通过“中国供需平衡”判断未来需求拉动力

### 中国镍资源储量与消费地位

根据美国地质调查局统计，截止 2013 年末，我国镍资源储量为 300 万吨，占世界储量的 4.05%。我国镍矿类型主要分为硫化铜镍矿和红土镍矿两大类，以硫化铜镍矿为主，约占全国总量的 90%，并且共、伴生矿产多、综合利用价值高，红土镍矿约占总量的 10%。

与国外资源相比，我国镍矿资源具有两个显著特点：一是矿石品位较富，平均镍大于 1%的硫化镍富矿约占全国的 40%；二是我国镍资源分布高度集中。甘肃、陕西、吉林及新疆四省（区）的镍矿储量约占全国总量的 97.7%，其中特别是甘肃，其镍储量约占全国总量的 84%。

图 22: 2006-2013 年中国矿产镍、精炼镍产量、精炼镍消耗量



资料来源: USGS, 信达证券研发中心整理

- 从中国国内 2006-2013 年的镍原矿产量、精炼镍产量与精炼镍消耗量来看, 其年复合增长率分别为 2.12%、35.17%以及 23.65%。非常明显, 国内镍原矿的开采量的增速远低于中游精炼镍产量与下游精炼镍消耗量增速。这种增速上的不匹配决定了中国在国际镍市场的需求端地位, 2013 年中国镍原矿自给程度仅 6%。
- 从全球供给端来看, 2013 年国际镍原矿总供给量约为 250 万吨, 而中国对于原矿的表观消费量占比约为全球总量的 49%。此外, 从中国 2011-2013 年精炼镍生产、消耗情况来看, 消耗量与精炼镍产量存在 20 万吨/年的缺口。这部分缺口主要依赖于精炼镍进口。如考虑到该部分精炼镍生产所对应的原矿消耗量, 我们计算, 中国 2013 年镍原矿消费总量将占到全球供给端总量的 60%。

## 中国不锈钢”的下游拉动

图 23: 2006-2013 年中国不锈钢产量与不锈钢行业精炼镍消费量



资料来源: USGS, 信达证券研发中心整理

- 2006-2013 年, 我国不锈钢产量增长近 3.2 倍, 年复合增长率 19.1%。不锈钢产量的快速增长对于上游精炼镍原材料的需求产生较大的拉动作用。为满足不断增大的不锈钢生产需求, 2006 至 2013 年我国镍金属冶炼产能不断大幅提升, 年复合增长率 35.17%。

## 2014 年中国镍金属需求预测模型

## 基本假设

1. **政策因素:** 按照工信部 2011 年 12 月 26 日颁布的《十二五期间工业领域 19 个重点行业淘汰落后产能目标任务》以及 2013 年 10 月《国务院关于化解产能过剩矛盾指导意见》的要求, 2015 年年底预计削减国内粗钢产能 6300 万吨, 占比国内粗钢总产能 6%左右。因此, 我们假设 2014 年不锈钢粗钢与国内粗钢产能同比削减, 削减比例为总产量的 3%。
2. **国际不锈钢行业因素:** 按照世界第一大精炼镍生产商俄罗斯诺里尔斯克公司 2014 年 1 月 4 日预估, 未来 10 年内全球不

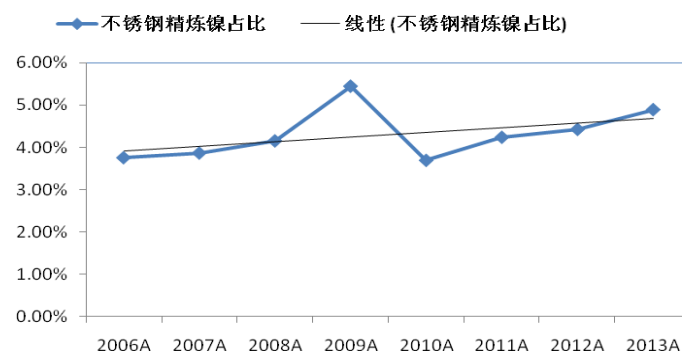
锈钢产能年复合增长率将达到 3.9%，由此所带来的精炼镍需求将以年复合增长率 2.8% 左右上升，2025 年预计将达到 180 万吨/年。因此，我们假设 2014 年国际不锈钢行业增速维持在 4%。

3. 中国不锈钢行业过去三年增长惯性：2011-2013 年中国不锈钢产量年符合增长率 5.78%。

在综合考虑上述因素后，我们保守估计 2014 年中国不锈钢产量将在持平 2013 年的基础上，出现 1% 左右的产量增长。并且，给出 2014 年中国镍金属需求模型。

4. 吨不锈钢粗钢生产消耗精炼镍比例：从 2006-2013 年中国单位不锈钢粗钢精炼镍消耗比例来看，均值为 4.31%。因此，我们假设 2014 年单位不锈钢粗钢精炼镍消耗比例为过去 7 年均值。

图 24：2006-2013 年中国单位不锈钢粗钢精炼镍消耗比例



资料来源：wind，信达证券研发中心整理



## 2014 年中国镍金属消费预测模型

图 25: 中国镍金属消费估算模型假设数据汇总

假设数据汇总		解释
需求端		
2014年中国不锈钢粗钢产量增长率	1%	综合考虑政治、国际不锈钢行业、过去三年中国不锈钢行业增长情况
2014年中国单位不锈钢粗钢精炼镍消耗比例	4.31%	2006-2013年消耗比例算数平均值
不锈钢用精炼镍占比精炼镍总消耗量比例	85%	行业经验值
中国精炼镍总产量与实际消耗量间缺口(万吨)	20	2011、2012、2013年中国精炼镍自给缺口平均值
中国镍原矿开采量年复合增长率	2.12%	2006-2013年年复合增长率
中国表观镍原矿消费量	49%	世界第一大精炼镍企业诺里尔斯克2014年公布数据
中国实际镍原矿消费量	60%	综合考虑中国镍原矿消耗比例与精炼镍自给缺口
供给端		
印尼原矿出口禁令带来世界范围内15%供给短缺		印尼政府公布镍原矿出口禁令
假设其他国家和地区镍原矿供给水平保持不变		
假设其他国家2014年镍原矿消耗量保持不变		

资料来源：信达证券研发中心预测

图 26: 2014 年中国镍金属消费估算模型

2014年中国镍金属消费估算模型	2014年情景A	2014年情景B
需求端	国内不锈钢粗钢产量持平2013	国内不锈钢粗钢产量增长1%
中国2014年不锈钢产量(万吨)	1800	1818
由不锈钢生产拉动的精炼镍用量(万吨)	77.58	78.36
中国2014年精炼镍总产量(万吨)	71.27	72.18
中国2014年精炼镍消耗量(万吨)	91.27	92.18
中国2014年矿产镍开采量(万吨)	9.5	9.70
中国2014年镍原矿消耗量(万吨)	150	151.5
其他国家2014年镍原矿消耗量(万吨)	100	100
供给端		
2014年全球镍原矿供给总量(万吨)	212.5	212.5
结论		
全球2014年镍原矿需求总量(万吨)	250	251.5
全球2014年镍原矿供给总量(万吨)	212.5	212.5
2014年全球范围内镍原矿供给缺口(万吨)	37.50	39.00

资料来源：信达证券研发中心预测

## 结论

## ● 需求端方面：

<1>在充分考虑政策因素、国际不锈钢行业未来发展以及中国不锈钢行业过去三年增长情况对于 2014 年国内不锈钢产量影响的基础上，我们认为，中国不锈钢粗钢 2014 年总产量尚能够维持与 2013 年相当的水平并且稳中有升，预计达到 1% 的产量增速。

<2> 在考虑了 2006-2013 年不锈钢行业精炼镍消耗平均比例的基础上，我们估算 2014 年中国不锈钢粗钢生产所拉动的



精炼镍消耗量约 78 万吨。由此推算出 2014 年中国年均精炼镍消耗量在 90 万吨左右。

<3> 按照 2011-2013 年中国精炼镍生产与消耗平均缺口 20 万吨计算，2014 年我国精炼镍产量约 70 万吨，其余将依赖精炼镍进口。

<4> 综合以上三点，我们判断，中国 2014 年镍原矿需求量仍维持在 150 万吨左右。假设世界其他国家和地区精炼镍消耗量不变，2014 年全球范围内镍原矿需求端仍将以中国为主导。

- 供给端方面由于年初印尼镍原矿出口禁令的出台，以及中国年初统计的 8-9 个月矿产镍库存，国际供给 15% 的缺口预计在 2014 年 8-9 月份显现。全年来看，全球镍原矿缺口预计在 38 万吨左右。
- 综上所述，对于 2014 年全球镍金属行业供需情况做出如下判断：

需求端稳定，供给短缺，金属市场紧张情绪提前显现。金属价格在经历了 3-5 月伦镍上涨周期后，或将迎来一轮下调。8、9 月份或将迎来因供给短缺而产生的新一轮上涨行情。

## 公司核心竞争力分析

### 公司 SWOT 分析

表 1: SWOT 分析

	内部能力	优势 (Strength)	劣势 (Weakness)
外部因素		公司拥有上游镍原矿资源； 公司主营镍板、硫酸镍定价与镍金属价格高度相关； 公司拥有完善的国内贸易销售渠道；	子公司平安鑫海拥有的元石山镍铁矿为红土矿，相对于国内其他竞争对手硫化矿的采选成本稍高； 公司镍原矿产能未按计划达标
机会 (Opportunities)	国际镍原矿供给端紧缩，带动国内电解镍板价格上行； 中国 2014 年不锈钢产量预计增长 1%，确保精炼镍需求端消耗量；（2014 年 1 月至今，LME 镍现货价格上涨超过 50%；长江有色金属交易所#1 镍板价格上涨超过 50%；2014 年一季度国内不锈钢产量同比上涨 0.77%）	SO 公司精炼镍板、硫酸镍毛利率随国际镍金属价格的上涨而增加； 生产过程中，镍矿石自给替代能够有效缓解国际原矿价格上涨所带来的利润影响；	WO 公司电解镍板冶炼成本在 120,000 元/吨左右，2014 国际镍金属价格上涨逐渐增厚吨产品利润
风险 (Threats)	镍原矿价格上涨导致原材料价格上升； 中国不锈钢制造行业 2014 年开工率急剧下降；	ST 如公司精炼镍扩产并进口镍原矿，则国际镍原矿价格的上涨将导致公司原材料价格上升；	WT 原矿采购成本上升，镍金属冶炼加工产品下游销售低迷；

资料来源：信达证券研发中心预测

## 可比公司财务分析

表 2: 可比公司 2013 年财务对比分析

证券代码	601600.SH	002378.SZ	000878.SZ	000426.SZ	000960.SZ	601168.SH	600432.SH	002340.SZ	002155.SZ	均值	000693.SZ
证券简称	中国铝业	章源钨业	云南铜业	兴业矿业	锡业股份	西部矿业	吉恩镍业	格林美	辰州矿业		华泽钴镍
盈利能力											
销售毛利率	2.17%	23.65%	1.08%	43.17%	0.22%	5.21%	21.08%	16.57%	18.46%	14.62%	5.80%
销售净利率	0.42%	5.55%	-2.83%	6.04%	-6.10%	1.50%	1.00%	4.83%	3.70%	3.29%	2.54%
净资产收益率	2.15%	7.69%	-24.30%	3.14%	-22.01%	3.09%	3.18%	6.32%	6.84%	4.63%	10.06%
偿债能力											
资产负债率	73.08%	52.48%	74.83%	35.87%	68.72%	57.43%	86.17%	65.72%	29.76%	60.45%	65.61%
流动比率	0.65	1.12	0.87	0.86	0.76	1.12	0.64	1.10	2.23	1.04	1.24
速动比率	0.41	0.55	0.32	0.66	0.31	0.99	0.55	0.57	1.49	0.65	1.03
营运能力											
存货周转率	6.89	2.04	4.49	1.80	2.82	15.70	1.90	2.06	5.84	4.84	17.52
应收账款周转率	63.62	11.84	79.25	31.94	61.42	10.61	28.33	10.15	36.43	37.07	34.96
总资产周转率	0.92	0.67	1.72	0.22	0.95	0.93	0.13	0.49	1.16	0.80	2.47

资料来源：wind，信达证券研发中心整理

**盈利能力**

我们选取 A 股上市公司中的 9 家相关板块上市公司（与《成都聚友网络股份有限公司重大资产出售及发行股份购买资产暨关联报告书》中可比公司选取相同）进行比较，公司 2013 年销售毛利率、净利率低于行业平均水平。这主要是由于 2013 年国际镍金属价格处于三年中的历史最低位所造成。公司 2013 年净资产收益率高于行业平均水平，这说明公司盈利能力方面处于同行业中上等级地位。特别是公司净资产收益率高于与其主营业务及产品高度类似的吉恩镍业。

**偿债能力**

目前，公司资产负债水平处于行业中值，流动、速动比率高于行业平均水平。这说明公司在行业中拥有较为稳定的偿债能力。

**营运能力**

公司由于 2013 年国内贸易营业收入占比全年总收入的 80%以上，该部分内贸运营导致公司存货周转率、总资产周转率远高

于行业平均。若剔除该部分国内贸易所带来的影响后，存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率分别回到 12、10、2.5 次。

## 盈利预测、相对估值与投资评级

### 基本假设

#### 1. 2014 年公司大幅调低国内贸易在营业收入中的占比，镍金属相关业务有望回暖

2013 年受到国际镍金属价格不断下行的影响，公司自有产品销售价格持续下跌。因此，公司努力开发国内贸易产品市场，这导致了公司主营业务收入大幅上涨。但该部分产品的毛利率极低，对公司毛利的贡献能力有限。纵观 2011、2012 年，公司有色金属镍冶炼相关业务营业收入均维持在 12 亿左右。2013 年由于国际镍金属价格大幅下滑，公司相对收缩了镍金属冶炼相关业务，仅完成 8 亿元左右。

2014 年由于印尼对于镍原矿出口的全面禁止为国际镍金属公司端所带来的结构性缺口，伦镍金属价格已由 2013 年初的 \$13218/吨上涨至 \$19390/吨，涨幅高达 46.7%。因此，我们预计随着镍金属价格的本轮上涨，公司 2014 年在剔除 13 年国内贸易所带来的营业收入“虚高”后，相对 2013 年能够恢复到正常水平，并出现 15%左右的增长。

#### 2. 14 年 6 月公司矿山安全事故停产导致公司 2014 年成本上升

华泽钴镍旗下企业平安鑫海资源开发有限公司所属元石山矿于 2014 年 6 月 7 日发生生产安全事故。矿山生产因此停止，直至 2014 年 7 月 4 日复产。我们认为公司约 1 个月的停产期，将会对全年营业成本产生影响。因此，我们预计 2014 年全年生产成本将会出现一定程度上涨。

### 经营模型

表 3：华泽钴镍主营业务经营模型 Part A

产品产量（吨）	2013	2014	2015	2016
精炼镍	2000.00	3000.00	3600.00	3600.00
氯化钴	150.00	225.00	270.00	270.00
硫酸镍	12000.00	15000.00	15000.00	15000.00
铁精粉	113703.62	122682.70	88131.19	89067.63
产品价格（元/吨）	2013	2014	2015	2016
精炼镍	105859.00	142909.65	150055.13	135049.62
氯化钴	91789.20	96378.66	103125.17	103125.17
硫酸镍	38500.00	46200.00	48510.00	43659.00

铁精粉	1000.00	850.00	850.00	850.00
分产品营业收入(万元)	2013	2014	2015	2016
精炼镍	21171.80	42872.90	54019.85	48617.86
氯化钴	1376.84	2168.52	2784.38	2784.38
硫酸镍	46200.00	69300.00	72765.00	65488.50
铁精粉	11370.36	10428.03	7491.15	7570.75
自营产品小计	80119.00	124769.44	137060.38	124461.49
国内贸易	356915.70	28553.26	39260.73	60675.67
合计	437034.70	153322.70	176321.11	185137.16

资料来源：信达证券研发中心预测

表 4：华泽钴镍主营业务经营模型 Part B

分产品营业收入(万元)	2013	2014	2015	2016
精炼镍	21172	42873	54020	48618
氯化钴	1377	2169	2784	2784
硫酸镍	46200	69300	72765	65489
铁精粉	11370	10428	7491	7571
自营产品小计	80119.00	124769.44	137060.38	124461.49
国内贸易	356915.70	28553.26	39260.73	60675.67
合计	437034.70	153322.70	176321.11	185137.16
分产品毛利率	2013	2014	2015	2016
精炼镍	-2.77%	10%	11%	12%
氯化钴	-65.95%	-40%	5%	5%
硫酸镍	40.70%	58%	60%	65%
铁精粉	38.63%	33%	35%	33%
分产品成本				
精炼镍	21758.26	38585.61	48077.66	42783.72
氯化钴	2284.86	3035.93	2645.16	2645.16
硫酸镍	27396.60	29106.00	29106.00	22920.98
铁精粉	6978.28	6986.78	4869.25	5072.40
自营产品成本小计	58418.00	77714.31	84698.07	73422.26
贸易产品成本	353346.54	28267.72	38868.12	60068.91

合计	411764.54	105982.04	123566.19	133491.17
----	-----------	-----------	-----------	-----------

资料来源：信达证券研发中心预测

## 盈利预测

按照公司最新股本 5.43 亿股，2014-16 年预测摊薄 EPS 为 0.49、0.55、0.52 元。我们参考了目前镍金属子行业可比公司（吉恩镍业、恒顺电气、兴业矿业）2014 年预测 PE，保守给予公司 55 倍市盈率，对应股价为 26.95 元。给予“增持”评级。

## 风险因素

1. 国际镍金属价格下行；
2. 短期之内，国际镍资源供给端得到补充；
3. 公司旗下矿山开采未能按计划达产；
4. 公司镍矿采掘、洗选、冶炼成本上升；
5. 公司旗下矿山安全生产风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	2,764.10	2,041.77	2,447.06	2,778.30
现金	461.79	1,196.36	1,470.07	1,739.72
应收票据	1,325.27	371.95	427.74	449.13
应收账款	250.69	94.25	108.38	113.80
预付账款	246.78	50.89	59.33	64.10
存货	471.91	320.67	373.87	403.90
其他	7.65	7.65	7.65	7.65
非流动资产	647.02	592.29	562.09	551.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	458.60	421.50	384.40	366.60
无形资产	126.40	130.90	135.40	139.88
其他	62.02	39.89	42.30	44.89
资产总计	3,411.12	2,634.06	3,009.15	3,329.67
流动负债	2,228.15	1,207.31	1,282.11	1,320.30
短期借款	697.95	697.95	697.95	697.95
应付账款	287.46	134.67	157.01	169.62
其他	1,242.74	374.69	427.14	452.73
非流动负债	10.00	10.00	10.00	10.00
长期借款	10.00	10.00	10.00	10.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	2,238.15	1,217.31	1,292.11	1,330.30
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1,172.96	1,416.75	1,717.04	1,999.37
负债和股东权益	3411.12	2634.06	3009.15	3329.67

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,407.77	1,546.36	1,778.31	1,867.23
同比	17489.93%	-64.92%	15.00%	5.00%
归属母公司净利润	111.78	267.92	300.28	282.33
同比	-317.12%	139.67%	12.08%	-5.98%
毛利率	5.80%	30.88%	29.92%	27.90%
ROE	19.42%	20.69%	19.16%	15.19%
每股收益(元)	0.27	0.49	0.55	0.52
P/E	108	45	40	43
P/B	10.25	8.49	7.00	6.02
EV/EBITDA	3.36	1.83	1.67	1.75

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,407.77	1,546.36	1,778.31	1,867.23
营业成本	4,151.94	1,068.90	1,246.24	1,346.34
营业税金及附加	3.44	36.27	41.71	43.79
营业费用	9.77	10.82	12.45	13.07
管理费用	56.35	61.85	71.13	74.69
财务费用	50.47	50.57	49.23	49.23
资产减值损失	10.95	13.30	16.04	17.29
公允价值变动收益	-0.10	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.10	0.00	0.00	0.00
营业利润	124.86	304.65	341.51	322.81
营业外收入	6.23	10.85	12.12	9.73
营业外支出	0.46	0.31	0.36	0.39
利润总额	130.63	315.19	353.28	332.16
所得税	18.85	47.28	52.99	49.82
净利润	111.78	267.92	300.28	282.33
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	111.78	267.92	300.28	282.33
EBITDA	221.82	402.19	440.28	419.73
EPS (摊薄)	0.21	0.49	0.55	0.52

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	151.54	789.16	327.72	343.64
净利润	111.78	267.92	300.28	282.33
折旧摊销	53.32	37.44	37.45	38.02
财务费用	37.86	49.56	49.56	49.56
投资损失	-0.10	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-59.78	422.76	-72.82	-40.70
其它	8.45	11.48	13.24	14.44
投资活动现金流	-6.28	-5.02	-4.45	-24.44
资本支出	-6.28	-5.02	-4.45	-24.44
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-218.29	-49.56	-49.56	-49.56
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-8.49	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	41.77	49.56	49.56	49.56
现金净增加额	-73.02	734.57	273.71	269.65

### 分析师简介

**范海波**，CFA，有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**吴漪** 有色/钢铁行业研究员。北京大学理学学士、硕士。2010 年加入信达证券，3 年证券从业经验。

### 研究助理简介

**丁士涛** 中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验。2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属和钢铁行业研究

**王伟** 澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，现从事有色金属行业研究助理工作。

### 有色金属与钢铁行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
西宁特钢	600117	西部资源	600139	荣华实业	600311	江西铜业	600362	中金黄金	600489
方大炭素	600516	山东黄金	600547	厦门钨业	600549	刚泰控股	600687	盛屯矿业	600711
赤峰黄金	600988	中国铝业	601600	西部矿业	601168	怡球资源	601388	紫金矿业	601899
洛阳钼业	603993	兴业矿业	000426	盛达矿业	000603	焦作万方	000612	新兴铸管	000778
云南铜业	000878	安泰科技	000969	中科三环	000970	银泰资源	000975	闽东电力	000993
中捷股份	002021	东方锆业	002167	恒邦股份	002237	江海股份	002484	钢研高纳	300034

### 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。