

兴业矿业 (000426)

公司研究/深度报告

布局优质银锌锡矿山，量价齐升进入收获期

深度研究报告/有色金属

2018 年 02 月 05 日

报告摘要：

● 着力进行矿山整合，坐拥优质银锌锡资源

公司依托内蒙古地区资源富集的区位优势，兼顾内生发展的同时积极通过外延并购储备优质的矿产资源，着力进行产业链整合，处于快速发展时期。2016 年公司收购了银漫、乾金达等优质的矿山资产，拥有了丰富的银锌锡等矿产资源。目前，公司保有的银、锡资源储量分别占国内总储量的近三分之一和五分之一，在国内市场拥有重要影响力。

● 矿山加速释放产能，为业绩持续增长奠定坚实基础

银漫矿山是国内最大的单体银矿，同时拥有丰富的锌铅锡资源，该矿山于 2017 年上半年投产，并于三季度快速达产，井下进入全面开采状态，主要金属品种锡、银、锌及铜入选品位分别提高 50%、36.36%、118.75%及 90%。

同时，银漫技改将于 2018 年 2 月完成，银、铜、锡年产量分别有望大增至 210 吨、5000 吨、7500 吨；乾金达矿业将于 2019 年投产，其他停产和在建的项目也在持续推进——这将进一步扩充公司的金属采选产能，助力公司产品产量连续三年大幅增长。

● 相关金属价格有望继续上涨，打开更大盈利空间

2018 年公司主营收入相关金属为锌、锡和银，预计未来锌供需缺口仍将存在，锌价将继续保持高位运行，锡价受供给端产量下降影响，价格不断上行；银价也处于底部、有望向上反弹，公司业绩将直接受益于金属价格的走高。

● 盈利预测与投资建议

公司收入主要来源于银、锌、锡等金属的开采销售，在不考虑公司其他矿山复产投产的情况下，受益于产品价格的提升及自身产能的释放，公司收入和利润预计将迅速增加。

预计公司 2017-2019 年的营收分别为 23.89 亿、38.87 亿、54.11 亿，归母净利润分别为 5.59 亿、14.09 亿、20.73 亿，对应 2017-2019 年 PE 分别为 40X、16X、11X，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

● 风险提示

金属价格波动风险，项目进度及产能释放不及预期风险，矿山品位下滑风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	866	2,389	3,887	5,411
增长率（%）	4.3%	175.9%	62.7%	39.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	89	559	1,409	2,073
增长率（%）	460.1%	525.4%	151.8%	47.1%
每股收益（元）	0.06	0.30	0.75	1.11
PE（现价）	212.3	40.3	16.0	10.9
PB	4.6	4.2	3.3	2.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

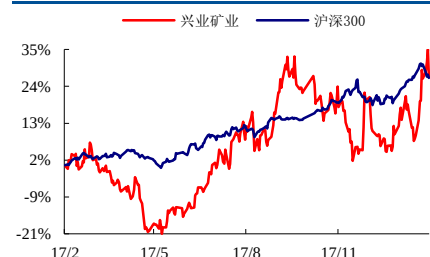
强烈推荐 首次评级

当前价格： 12.06 元

交易数据 2018-2-2

近 12 个月最高/低(元)	12.11/7.16
总股本（百万股）	1,869
流通股本（百万股）	1,330
流通股比例（%）	71.19
总市值（亿元）	225
流通市值（亿元）	160

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：喻罗毅

执业证号： S0100517090001

电话： 0755-22662081

邮箱： yuluoyi@mszq.com

研究助理：孙宇翔

执业证号： S0100118010030

电话： 010-85127513

邮箱： sunyuxiang@mszq.com

相关研究

目录

一、兴业矿业：国内优质多金属矿业公司	3
(一) 立足内蒙，不断壮大有色板块业务	3
1、资产重组助力公司实现业务转型	3
2、外延并购稳步推进，不断充实优质矿产储备	4
(二) 矿产种类增加，盈利能力大幅提升	5
1、产品体系更加多元	5
2、盈利改善，业绩起飞	6
二、坐拥银锌锡优质矿山，产能释放进行时	6
(一) 公司上游矿山资源储备丰富	6
(二) 银漫矿业：产量将连续上台阶，为公司业绩带来极大弹性	8
1、国内最大单体银矿	8
2、2017 年正式投产，产能进入快速释放期	9
3、技改稳步推进，打开更大向上空间	9
(三) 在建矿山投产及停产矿山复产将持续提供新增长预期	10
1、乾金达矿业预计 2019 年建成投产	10
2、积极推动停产矿山复产工作，生产陆续恢复	11
(四) 大股东履行承诺，全力支持公司做大做强矿业业务	11
三、行业分析：锌有望维持高价、锡价或将上行、银价底部反弹	12
(一) 锌——价格有望继续维持高位，矿山利润丰厚	12
1、2017-2018 年矿山产量恢复缓慢，矿供应依然紧张	12
2、2018 年锌精矿供需存在缺口，加工费处于历史低位	12
3、锌锭市场供需缺口矛盾将逐渐凸显，支撑锌价保持高位	13
4、高锌价低加工费，矿山企业利润最丰厚	14
(二) 锡——供应端下降，锡价或将继续上行	15
1、锡资源分布及产出相对集中	15
2、缅甸产出下降将导致全球锡供应短缺	15
3、锡需求端保持稳定，供需缺口将会出现	15
(三) 白银——美元指数持续弱势，利好白银价格上涨	16
四、量价齐升助力公司阔步前进	18
(一) 金属价格上涨对矿产品价格形成强有力拉动	18
1、景气度提升，主要金属价格上涨	18
2、精矿价格将随金属价格走势同步变化	19
(二) 价格与产量预测	19
1、基本假设	19
2、金属及矿产品价格预测	19
3、矿山产量预测	20
(三) 盈利预测与投资建议	21
五、风险提示	22
插图目录	24
表格目录	24

一、兴业矿业：国内优质多金属矿业公司

(一) 立足内蒙，不断壮大有色板块业务

1、资产重组助力公司实现业务转型

内蒙古兴业矿业股份有限公司前身为赤峰富龙热力股份有限公司（1996 年于深交所上市，2007 年 9 月更名后简称“富龙热电”）。2011 年，经证监会批准，富龙热电实施重大资产重组，将原有城市供热、供电的主营业务置换为有色金属及贵金属采选及冶炼，兴业集团由此成功借壳并将锡林矿业、融冠矿业、巨源矿业和富生矿业等矿业资产注入上市公司，公司改名为内蒙古兴业矿业股份有限公司（以下简称“兴业矿业”或“公司”）。

公司注册地位于素有“中国有色金属之乡”之称的内蒙古赤峰市，公司依托当地资源富集的区位优势，确立了“立足区域资源，布局产业延伸，发展新兴产业，打造文化强企”的战略目标。经过多年的发展，公司已成长为旗下拥有十四家分子公司（据公司 2017 年半年报），矿山遍布内蒙古、河南等地，主要产品涵盖铅、锌、铜、铁、钼、钨、银、锡等有色金属、贵金属及黑金属的大型矿业集团，构筑了集地质、采选、冶炼于一体的产业链。

表 1：兴业矿业主要控股公司

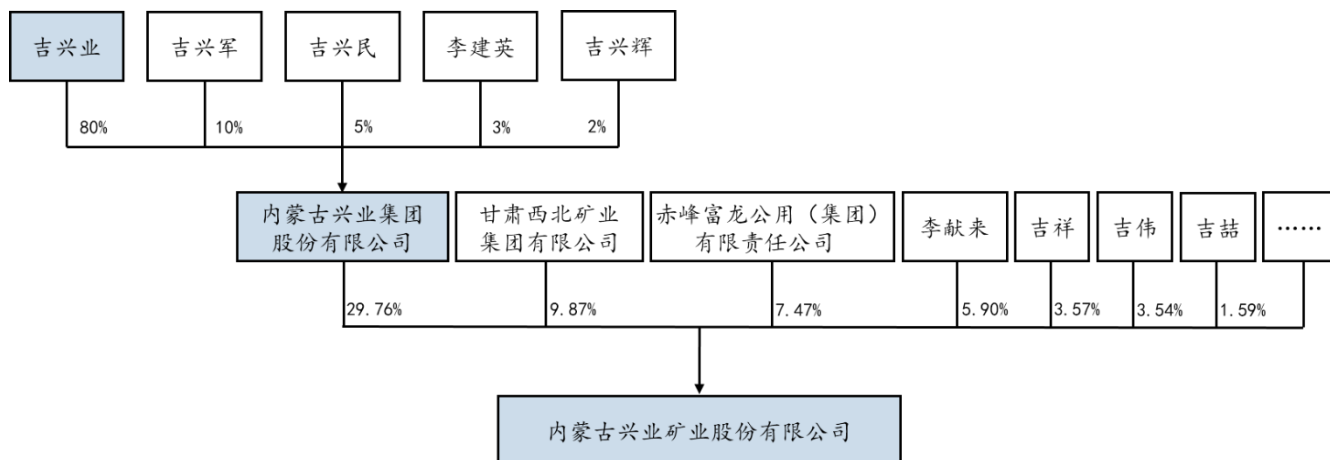
公司名称（简称）	公司类型	主要业务	所处行业
锡林矿业	子公司	有色金属采选	矿业
融冠矿业	子公司	有色金属采选	矿业
巨源矿业	子公司	有色金属采选	矿业
富生矿业	子公司	有色金属采选	矿业
唐河时代	子公司	有色金属采选	矿业
荣邦矿业	子公司	有色金属采选	矿业
银漫矿业	子公司	有色金属采选	矿业
乾金达矿业	子公司	有色金属采选	矿业
天通矿业	子公司	有色金属采选	矿业
亿通矿业	子公司	多金属矿勘探	矿业
双源有色	子公司	有色金属冶炼	矿业
兴业投资	子公司	股权投资、资产管理	投资管理
兴业国贸	子公司	货物进出口	贸易
锐能矿业	孙公司	有色金属采选	矿业

资料来源：公司公告，民生证券研究院

截至 2018 年 1 月，公司注册资本 18.69 亿元，总股本为 18.69 亿股，非限售流通股 13.30 亿股。

根据公司 2017 年三季报所披露的信息，公司第一大股东为兴业集团（持股比例 29.76%），实际控制人为吉兴业先生。

图 1：截至 2017Q3 公司股权结构及实际控制人



资料来源：公司公告，国家企业信用信息公示系统，民生证券研究院

2、外延并购稳步推进，不断充实优质矿产储备

公司自 2011 年起不断收购优质的采矿权和探矿权，拥有了数座优质矿山并储备了丰富的矿产资源，为业绩的持续增长奠定了坚实基础。

图 2：近年公司重要融资及收并购事件



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：公司旗下矿山大多位于内蒙古地区



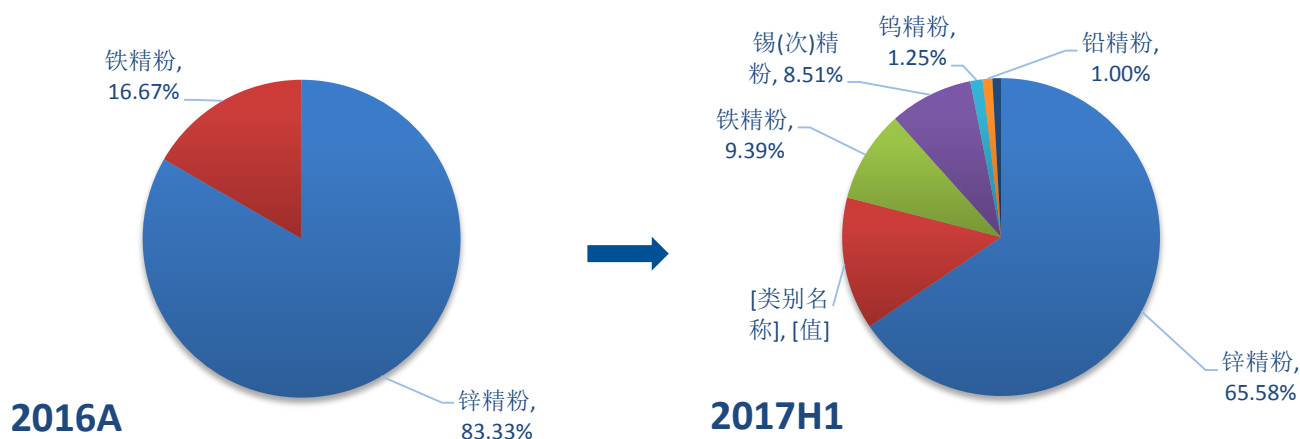
资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 矿产种类增加，盈利能力大幅提升

1、产品体系更加多元

公司 2017 年之前贡献收入的采矿行业产品为锌精粉和铁精粉，随着银漫矿业为代表的优质矿山纳入公司体系及其陆续建成投产，公司产品体系不断丰富，据 2017 年半年报，公司收入增加了银、锡等品种的贡献。此外，随着双源有色于 2017 年 7 月 15 日点火试车，公司冶炼业务板块也将逐步释放业绩。

图 4：公司采矿行业收入来源更为丰富

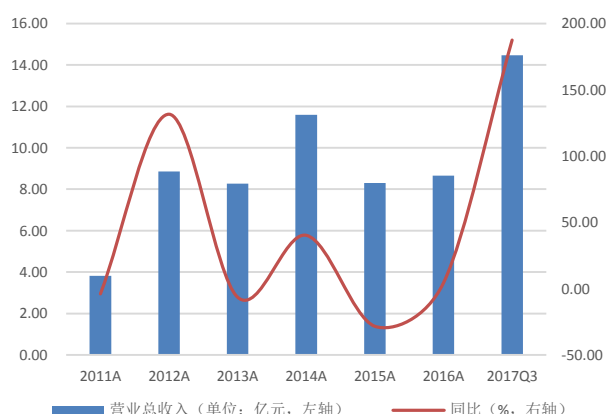


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、盈利改善，业绩起飞

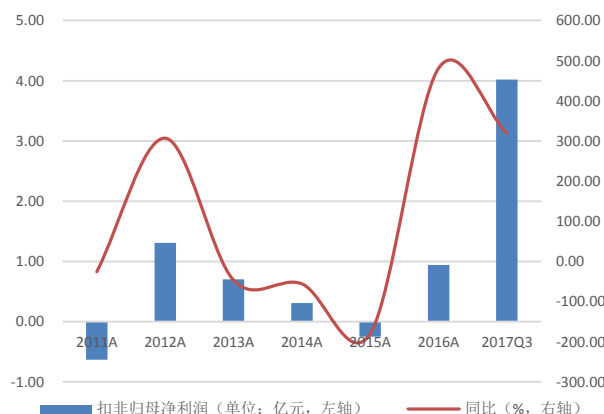
随着产品及业务种类的不断丰富及行业景气度的提升，公司主要产品销量大幅增加，销售价格亦同比大幅上涨且维持在高位，整体盈利能力不断增强。据公司发布的 2017 年三季报，公司前三季度实现营业收入 14.47 亿元，同比增加 187.53%；扣除非经常性损益的归属于上市公司股东的净利润 4.02 亿元，同比增长 319.07%。同时，公司也在三季报中发布了 2017 年全年业绩预告，归母净利润预计为 5.6 亿-6.0 亿，同比增长 525.99%-570.70%。

图 5：公司历年营业收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：公司历年扣非后归母净利润及增速



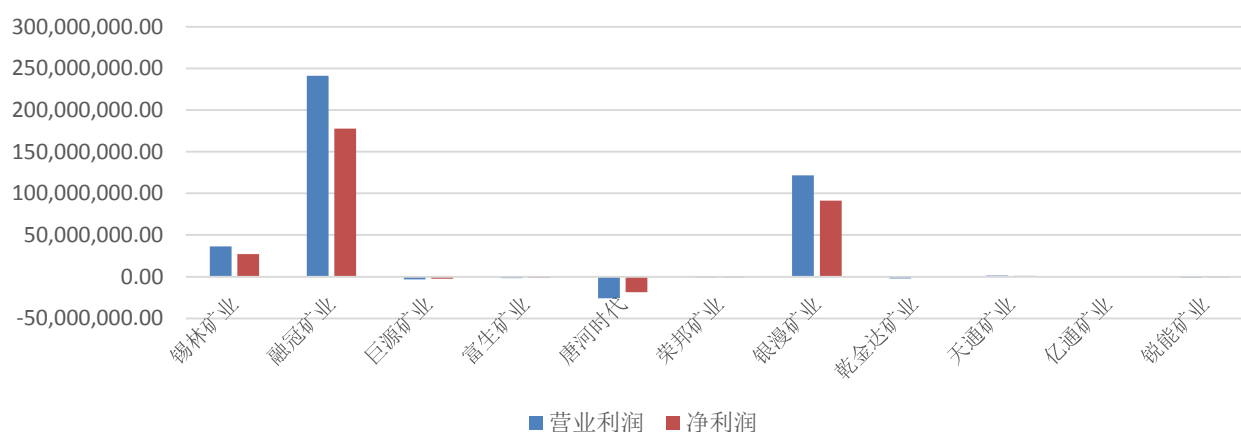
资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、坐拥银锌锡优质矿山，产能释放进行时

（一）公司上游矿山资源储备丰富

目前，公司旗下共有 10 家矿业子公司，拥有多个采矿权和探矿权，拥有优质且充足的矿产资源储备。主要在产矿山为融冠矿业、锡林矿业、银漫矿业和天通矿业等。

图 7：2017 上半年公司各主要矿山经营情况（单位：元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

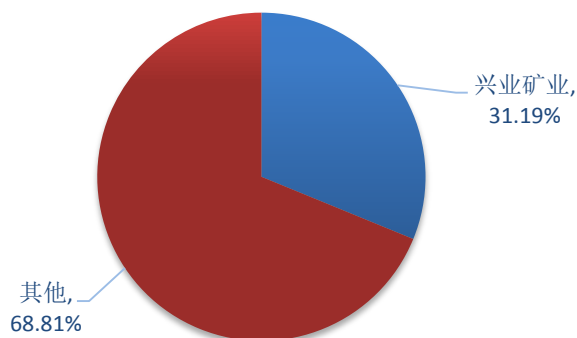
表 2：公司银锌锡资源储量丰富

	锡林 矿业	融冠 矿业	巨源 矿业	富生 矿业	唐河 时代	荣邦 矿业	银漫 矿业	乾金达 矿业	天通 矿业	亿通 矿业	合计
持股比例	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	51%	-
评估基准日	2009.12	2009.12	2009.12	2009.12	2014.08	2015.11	2015.11	2015.11	2016.11	-	-
状态	在产	在产	枯竭	枯竭	停产	建设	在产	建设	在产	勘探	
矿石量（万吨）	1624	1752	78	44	9754	1210	6360	322	761		21905
矿石产能（万吨/年）	72	135	15	9	330	30	165	30	30		-
矿石采选成本（元/吨）	300	300	350	350	150	150	250	300	300		-
银	储量：吨		47.72	75.80	402.22	628.22	10201.47	736.38	575.35		12667.16
	品位：g/t					111.33	187.46	336.79	75.65		-
锌	储量：万吨	42.46	75.59	3.33	2.87	16.91	111.32	16.64	25.43		294.55
	品位：%	2.61	4.31			1.61	3.22	5.16	3.34		-
锡	储量：万吨						24.35				24.35
	品位：%						0.76				-
金	储量：吨				12.16	0.28					12.44
	品位：g/t					0.19					-
铅	储量：万吨		3.11	1.02		5.86	35.07	16.09	21.93		83.08
	品位：%					1.18	1.60	4.99	2.88		-
铜	储量：万吨				11.50	0.99	9.71	0.68			22.88
	品位：%				0.13	0.65	0.52	0.65			-
镍	储量：万吨				32.40						32.40
	品位：%				0.35						-
钴	储量：万吨				1.31						1.31
	品位：%										-
铋	储量：万吨	2.15									2.15
	品位：%	0.13									-
铈	储量：万吨						20.44				20.44
	品位：%						0.32				-
铂	储量：吨				18.41						18.41
	品位：g/t										-
钯	储量：吨				15.71						15.71
	品位：g/t										-
铟	储量：吨						1070.77	40.74			1111.51
	品位：g/t						16.84	59.88			-
镉	储量：吨						9908.62	605.55			10514.17
	品位：g/t						160	890			-
镓	储量：吨							38.95			38.95
	品位：g/t							24.41			-

资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：表中未详列部分伴生矿品位数据）

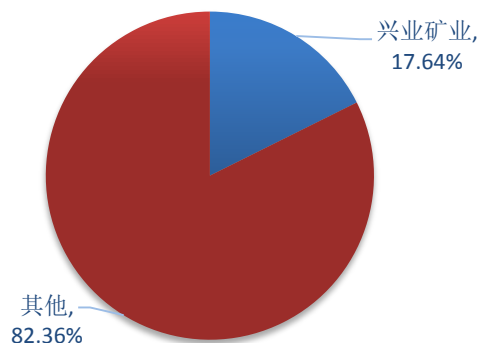
通过以上表格可以看出，公司通过整合矿山资源一跃成为国内具有重要影响力的银锌锡矿产公司。据国土资源部等方面公开发布数据，截至 2016 年中国银金属基础储量 40611 吨、锡金属资源储量 138 万吨，公司保有的银、锡资源量分别占国内总储量的 31.19%、17.64%，在国内公司中分别排名第一、第二（锡资源储量少于锡业股份），具有较强的行业影响力。

图 8：公司银资源储量接近国内总储量三分之一



资料来源：Wind, USGS, 民生证券研究院

图 9：公司锡资源储量接近国内总储量五分之一



资料来源：Wind, USGS, 民生证券研究院

（二）银漫矿业：产量将连续上台阶，为公司业绩带来极大弹性

1、国内最大单体银矿

银漫矿山位于内蒙古自治区锡林郭勒盟西乌珠穆沁旗巴拉嘎尔高勒镇，是多金属矿山，目前矿山采选规模为年采矿量 165 万吨。矿山分为两个矿体：铅锌银矿体和铜锡银锌矿体，矿产资源储量（121b+122b+333）为 6360.22 万吨矿石量，其中 Zn 金属量 752944.43t，矿石量 2335.97 万吨，平均品位 3.22%；Pb 金属量 150828.80t，矿石量 943.70 万吨，平均品位 1.60%；Ag 金属量 9446.38t，矿石量 5039.02 万吨，平均品位 187.46×10^{-6} ；Cu 金属量 28556.28t，矿石量 548.29 万吨，平均品位 0.521%；Sn 金属量 223383.61t，矿石量 2958.46 万吨，平均品位 0.755%。赋矿标高 1015~131m。

在将伴生有用组份加入研究范围之后，银漫矿山的银资源储量超过了一万吨，是国内最大的单体银矿，亦是国内最大的白银生产矿山，年采选白银可达 190 多吨。此外，银漫矿山还赋藏有较为丰富的锡、锌等金属矿产资源。

2016 年，公司以非公开发行股份及支付现金的方式收购银漫矿业和乾金达矿业 100% 股权，本交易也使公司成为国内白银行业重要领军企业之一。2017 年，公司对银漫矿业增资 10 亿元，为更好地开发和利用银漫矿山的资源奠定了基础。

2、2017 年正式投产，产能进入快速释放期

据公司 2017 年半年报披露，银漫矿业已在当年上半年正式投产。投产初期，银漫矿业尚未取得安全生产许可证、且需要进行工艺调试，故盈利水平受到一定压制（2017 年上半年实现营收 2.79 亿，净利润 0.91 亿）。

2017 年 8 月 1 日，银漫矿业通过了当地安监部门的检查，取得安全生产许可证。自此，银漫矿业井下将进入全面开采的状态，选厂可以彻底摆脱对副产矿的依赖；主要金属品种锡、银、锌及铜入选品位可分别提高 50%、36.36%、118.75%及 90%。

据公司 2017 年三季报披露，银漫矿业在报告期内顺利达产，已提前实现采、选日处理 5000 吨矿石量的生产规模。由此可见，银漫矿业在 2017 年经历了由投产到达产的产能快速扩张的过程，2018 年及之后的年份的产量较之 2017 年将会显著增加。

表 3：银漫矿业达产产能（单位：吨）

公司名称	采选能力	银	锌	铅	锡	铜
银漫矿业	165 万吨/年	193	20000	3000	3500	2000

资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：暂未考虑后续技改所带来的产能增量）

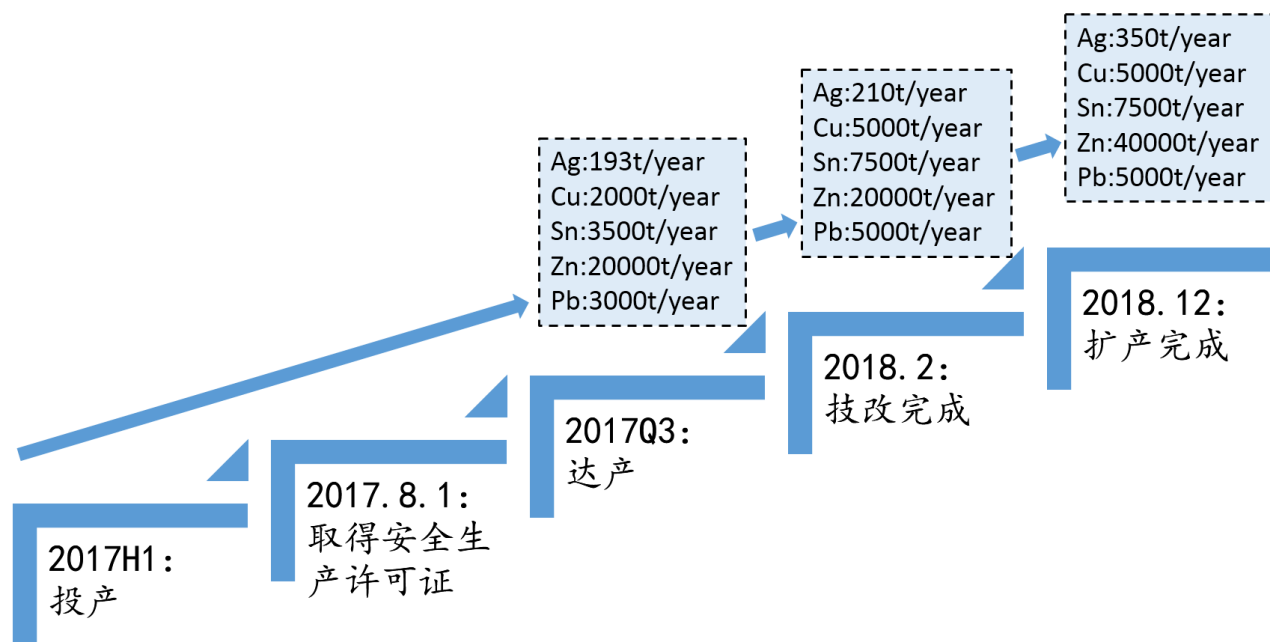
3、技改稳步推进，打开更大向上空间

当前，银漫矿业每日 5000 吨的矿石处理能力由铅锌系统 2500t/d 和铜锡系统 2500t/d 构成。据公司 2017 年半年报披露，银漫矿业将通过增加重选摇床方式将 2500t/d 铅锌系统也改造成铜锡系统，即主要金属品种：铅、锌、银、铜、锡均扩产到 5000t/d，技改完成后，银漫矿业银、铜、锡金属可分别增产至 210 吨、5000 吨及 7500 吨；目前，该工程基础及厂房施工已基本完成，主体设备厂商已根据公司订单进行定制，预计将于 2018 年 2 月投入使用。

此外，根据公司规模，银漫二期 5000t/d 铅锌系统扩产预计可于 2018 年底-2019 年初投入试生产，达产后年产量为：锌 4 万吨、铅 5000 吨、铜 5000 吨、银 350 吨、锡 7500 吨。银漫矿山技改完成后将极大提升矿石处理能力，进一步打开公司向上的业绩空间。

根据公司公布的《公司与内蒙古兴业集团股份有限公司、吉伟、吉祥、吉喆关于西乌珠穆沁旗银漫矿业有限责任公司之业绩补偿协议》（以下简称“《协议》”）、《协议》之补充协议、《协议》之补充协议二，“兴业集团、吉伟、吉祥、吉喆同意将其承诺的采矿权资产 2017 年度至 2019 年度经审计的扣除非经常性损益前后的净利润中的较低者不低于 36567.91 万元、46,389.65 万元、46,389.65 万元。”前面所称的“采矿权资产”即银漫矿山，该利润承诺进一步增强了公司未来业绩的确定性，也从侧面印证了银漫矿山的盈利能力。

图 10：银漫矿业产能将稳步提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

(三) 在建矿山投产及停产矿山复产将持续提供新增长预期

1、乾金达矿业预计 2019 年建成投产

乾金达矿业是公司 2016 年定增收购的标的企业之一，旗下矿山为内蒙古自治区正镶白旗东胡银多金属矿，设计采选能力为 30 万吨/年。该矿山共生银矿石量 2122220t，铅锌矿石量 3222766t，铜矿石量 918609t，三者的关系为包含关系，铅锌矿石量包含银矿石量和铜矿石量。其中，Ag 金属量 714.75t，平均品位 336.79×10^{-6} ；Pb 金属量 160928.60t，平均品位 4.99×10^{-2} ；Zn 金属量 166380.32t，平均品位 5.16×10^{-2} ；Cu 金属量 5929.88t，平均品位 0.65×10^{-2} 。同时，伴生银金属量 Ag 金属量 21.63t，平均品位 19.65×10^{-6} ；Cu 金属量 933.30t，平均品位 0.10×10^{-2} ；As 金属量 15692.05t，平均品位 0.65×10^{-2} ；In 金属量 40.74t，平均品位 59.88×10^{-6} ；Ga 金属量 38.95t，平均品位 24.41×10^{-6} ；Cd 金属量 605.55t，平均品位为 0.089×10^{-2} 。

目前，矿山尚处于建设期。据公司 2017 年半年报披露，乾金达矿业在报告期内已取得采矿权证，目前正在进行立项、征地等前期工作。预计乾金达矿山将于 2019 年初建成投产，若达产则预计年产银 90 吨、锌 1.4 万吨、铅 1.7 万吨、铜 500 吨。

表 4：乾金达矿业达产产能（单位：吨）

公司名称	矿山类型	采选能力	银	锌	铅	铜
乾金达矿业	多金属矿	30 万吨/年	90	14000	17000	500

资料来源：公司公告，民生证券研究院

除此之外，公司旗下荣邦矿业也处于建设期，建成投产后将释放银锌锡矿产能。

2、积极推动停产矿山复产工作，生产陆续恢复

2015-2016 年锡林矿业开展探矿增储等工作，矿山处于停产状态。据公司 2017 年半年报，锡林矿业一季度未恢复生产，上半年实现营业收入 1.23 亿元，净利润 0.27 亿元。

唐河时代由于安全生产方面的问题至今仍处于停产整顿状态，企业已缴纳 65 万元罚款，但尚未收到相关主管部门出具的恢复生产通知书，相关事宜公司正积极跟进对接。唐河时代矿石处理能力为 330 万吨/年，拥有较为丰富的银铜镍资源，一旦复产将进一步提振公司业绩。

(四) 大股东履行承诺，全力支持公司做大做强矿山业务

据公司发布的公告，大股东兴业集团在 2011 年借壳上市时便做出规避同业竞争的承诺，全力支持公司发展好有色金属采选板块业务。

表 5：兴业集团关于同业竞争相关事宜所作承诺

承诺方	承诺内容	承诺时间	承诺期限
兴业集团	在本次交易完成后，上市公司的主营业务为有色金属采选及冶炼的平台，兴业集团未来主要从事业务为非金属矿的采选、有色金属探矿业务及其他行业的多元化投资等，兴业集团不会以任何方式直接或间接从事与上市公司主营业务构成竞争的业务。同时，为避免与上市公司产生同业竞争，在兴业集团及下属子公司（除上市公司）从事探矿业务完成探矿权转为采矿权后，在上市公司要求时，兴业集团将积极配合完成相关收购或资产注入。	2011. 10. 24	长期有效
兴业集团	本次交易完成后，上市公司的主营业务为有色金属采选及冶炼的平台，兴业集团未来主要从事业务为非金属矿的采选、探矿业务及其他行业的多元化投资等，兴业集团不会以任何方式直接或间接从事与上市公司主营业务构成竞争的业务。自本承诺函出具日起，兴业集团不再从事新的有色金属探矿业务，不再申请新的探矿权。同时为进一步避免与上市公司产生同业竞争，在兴业集团及下属子公司（除上市公司）从事探矿业务完成探矿权转为采矿权后，在相关采矿权或相关采矿业务子公司投产且形成利润后一年内，兴业集团将启动将相关采矿权或采矿业务子公司转让给上市公司工作。在兴业集团及下属子公司（除上市公司）相关探矿权转为采矿权的当年，兴业集团将相关采矿权或采矿业务子公司交由上市公司托管经营。	2011. 10. 24	长期有效

资料来源：公司公告，民生证券研究院

目前，兴业集团下属有色金属采选企业主要为天贺矿业、莹安矿业、哈密铜都、布敦银根。其中前两者财务状况不佳、盈利能力较差，预计不会注入上市公司。后两者目前仍处于探矿阶段，若探明具备开采意义的矿产资源，将进一步启动注入上市公司程序，故具备发展成公司新矿山的可能性。

表 6：部分兴业集团旗下有色金属采选企业

公司名称	持股比例	主要业务	所处行业
哈密铜都	子公司	探矿	矿业
布敦银根	子公司	探矿	矿业

资料来源：公司公告，民生证券研究院

三、行业分析：锌有望维持高价、锡价或将上行、银价底部反弹

(一) 锌——价格有望继续维持高位，矿山利润丰厚

1、2017-2018 年矿山产量恢复缓慢，矿供应依然紧张

2017 年锌精矿产量开始缓慢恢复，增量主要是来自之前投产矿山产能的释放和部分小矿山复产，国外增量 60 万吨，国内下降 15 万吨左右，全球 2017 年产量为 1247.4 万吨，增加 45 万吨。2018 年国外将有一些大型矿山投产，总增量为 35 万吨左右。

国内方面，受环保加严影响，一些关闭的小矿山 2018 年仍难有恢复的可能，预计今年国内仍难有增量。因此，2018 年全球锌精矿产量增量为 35 万吨，达到 1282.4 万吨，仍不能恢复到 2014 年的最高水平。

表 7：2017-2020 年全球锌矿山项目变化表（万吨金属）

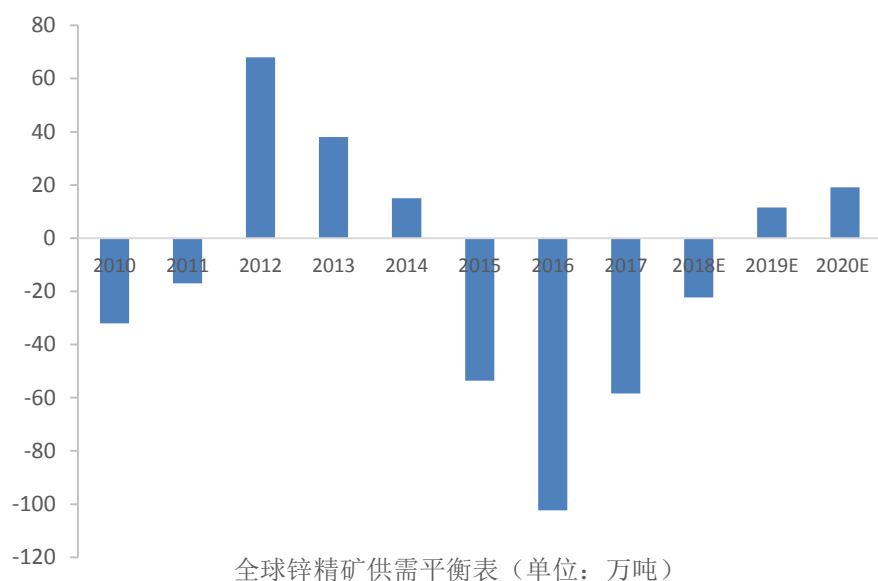
矿山	所在地区	2017	2018E	2019E	2020E
Dugald River	澳大利亚	1.0	14.0	17.0	17.0
Gamsberg	南非	0.0	4.0	18.0	22.0
New Century	澳大利亚	0.0	4.3	18.1	26.4
Mount Isa	澳大利亚	25.8	35.8	37.0	48.0
Middle Tennessee	美国	2.7	5.3	5.3	5.3
Rampura Agucha (OP)	印度	33.5	11.8	6.9	0.0
Rampura Agucha (UG)	印度	22.6	29.7	35.0	35.0
其他		81.1	99.0	109.2	108.0
总计		166.7	203.9	246.5	261.7
增量		-	37.2	42.6	15.2

资料来源：公司公告，CRU，民生证券研究院

2、2018 年锌精矿供需存在缺口，加工费处于历史低位

2015 年全球锌精矿市场开始进入短缺状态，但由于前几年锌精矿供应过剩累积了大量库存，2015-2017 年全球锌精矿市场处于去库存阶段，2017 年底锌精矿库存基本消耗殆尽，2018 年市场进入真正的短缺阶段，市场感受到的紧张程度会加剧。

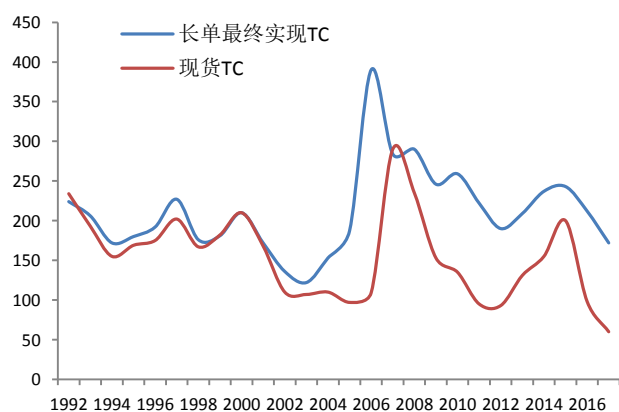
图 11：2018 年全球锌精矿供需依然存在缺口



资料来源：ILZSG，民生证券研究院

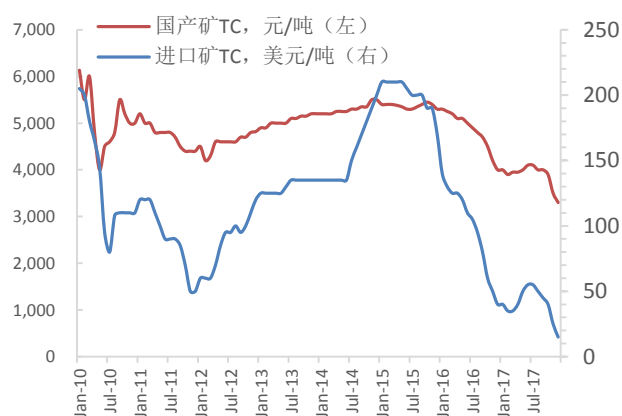
加工费是矿山支付给冶炼厂的加工费用，当锌精矿市场供应偏紧时，矿山处于有利位置，加工费倾向下降；当锌精矿市场供应宽松时，冶炼厂处于有利位置，加工费倾向上调。锌精矿市场仍处于紧张状态，因此推断加工费仍会处于低位，2018 年加工费还有继续下降可能。

图 12：国际长单加工费与现货加工费处于历史低位



资料来源：安泰科，民生证券研究院

图 13：中国加工费从 2015 年开始单边回落

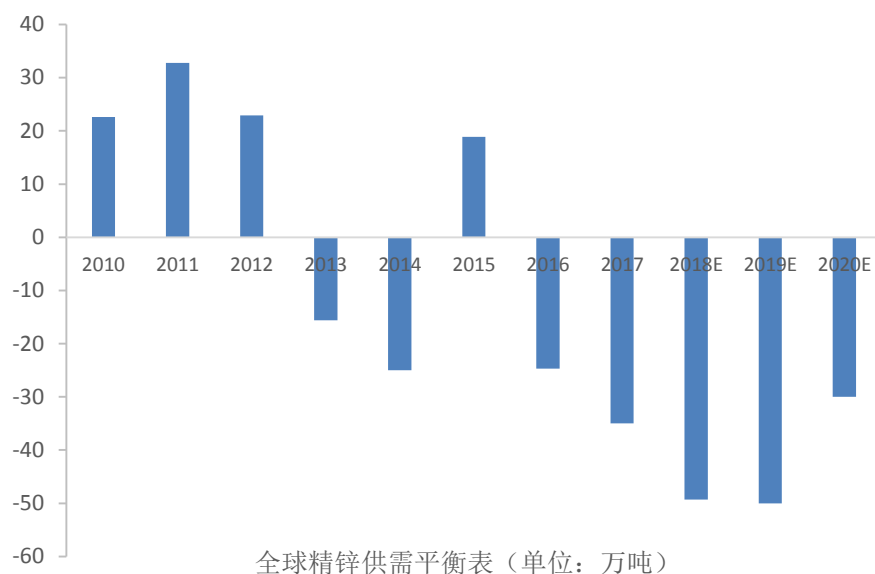


资料来源：安泰科，民生证券研究院

3、锌锭市场供需缺口矛盾将逐渐凸显，支撑锌价保持高位

2016 年锌价因为锌精矿短缺的逻辑走出了单边上涨的行情，2017 年起锌精矿缺口在逐渐缩小，矿短缺将过渡到锌锭短缺，历史上，从矿短缺过渡到锌锭短缺一般需要 2-3 年时间。通过测算，2019-2020 年锌锭缺口仍然存在。推断锌价将继续保持高位，预计 2018 年国内锌年均价在 25000 元/吨以上，2019-2020 年锌价仍有望保持较高位置。

图 14：精锌供需缺口矛盾将会逐渐凸显



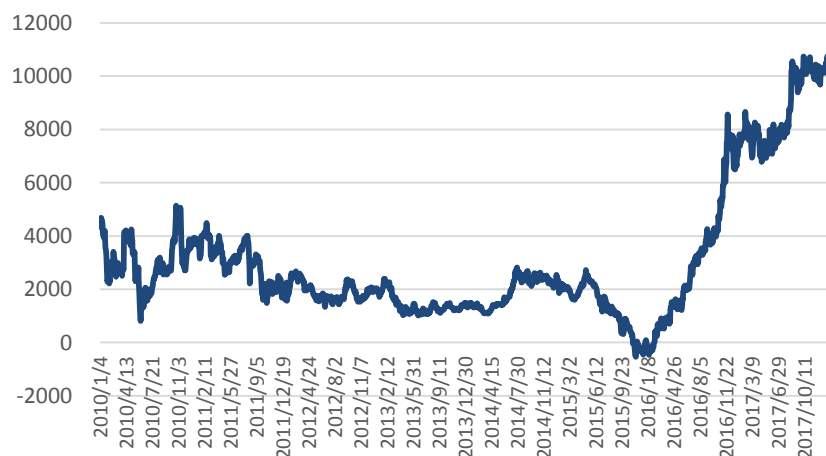
资料来源：ILZSG，民生证券研究院

4、高锌价低加工费，矿山企业利润最丰厚

对于矿山企业来说，每吨精矿的销售价格即为公司收入，而一定时期内每吨精矿的生产成本变化不大，因此矿山利润与锌精矿价格成正相关。锌精矿价格为锌价减去加工费，高锌价低加工费是矿山企业的最佳状态。

通过调研了解，国内大部分中等资质矿山的生产成本为 5000-8000 元/吨。年初以来，实际结算加工费基本在 5000 元/吨左右，矿山利润=（锌价-加工费）/1.17-生产成本，当前锌价多数维持在 25000 元/吨以上，那么中等资质矿山企业平均利润在 10000 元/吨以上，处于历史高位。

图 15：矿山企业锌精矿利润维持高位（单位：元/吨）



资料来源：民生证券研究院整理

(二) 锡——供应端下降，锡价或将继续上行

1、锡资源分布及产出相对集中

全球锡资源储量相对集中，截至 2016 年末，全球锡资源储量 470 万吨，中国居全球首位，全球占比 23%，其次为印度尼西亚、巴西、玻利维亚和缅甸，合计占全球锡储量的 72%。

同样锡精矿生产国也相对集中，2016 年中国、印尼、缅甸和玻利维亚锡精矿产量占世界总和的 79%。其中最大的为中国，占比 29%，其次是印度尼西亚，占比 25%，缅甸占比在第三位，为 18%。这几个国家的产量变化将决定全球锡供应端的格局。

图 16：全球锡资源储量分布集中

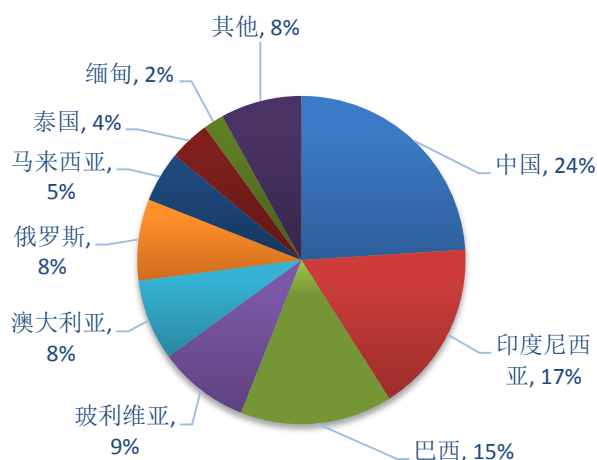
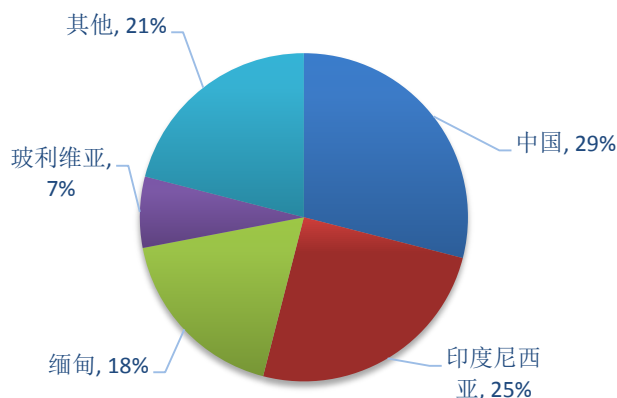


图 17：全球主要锡精矿生产国



资料来源：国际锡研究协会，民生证券研究院

资料来源：国际锡研究协会，民生证券研究院

2、缅甸产出下降将导致全球锡供应短缺

近两年锡精矿目前基本处于供需平衡状态，但全球主要产区锡矿品位在不断下降，以及政策性原因导致锡矿将会导致锡矿产出减少。其中最主要的是缅甸地区，近两年缅甸地区每年锡精矿产量在 5-6 万吨，近期缅甸矿山品位以出现系统性下降，露采基本结束，将要转入坑采，品位将由之前的 5% 左右下降到 1-2%，下降幅度很大，并且开采量和成本均有较大幅度的提升，预计 2018 年产量将会影响 1-2 万吨左右；印尼天马公司在 3 万吨左右，受制于资源开采难度大，海平面 80 米下采矿，离海岸线 5 公里，未来还会向更大深度开采，成本上升；南美资源也在下降，支撑产量提升的可能性不大；澳大利亚和非洲也没有增量；中国内蒙古地区会有一些小幅增量，但仅有几千吨，不足以弥补缅甸地区的下降。因此从今年起全球锡矿产出将会有明显下降。

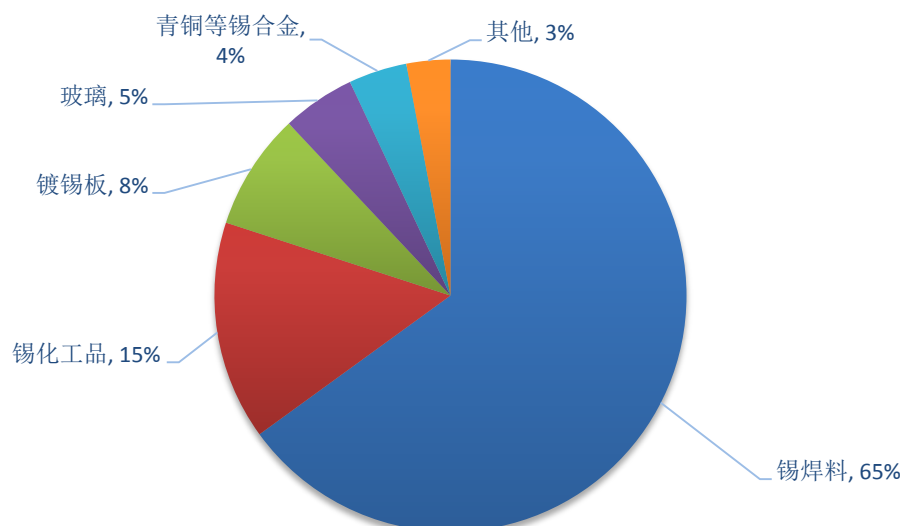
3、锡需求端保持稳定，供需缺口将会出现

需求领域主要是锡焊料、马口铁、玻璃用锡、化工等，锡焊料是最主要的消费领域，占比 65% 左右，主要应用在电子产品，随着技术的发展，电子产品在趋向小型化，但数量也不断增加，故用锡量基本稳定。其它领域近几年变化不大，基本维持稳定或小幅增长。因此，

整个锡需求保持稳中向好。

总之，供应端出现下降，将会导致锡市场由供需平衡向短缺过渡，支撑锡价上涨。

图 18：锡焊料是主要的下游消费领域



资料来源：国际锡研究协会，民生证券研究院

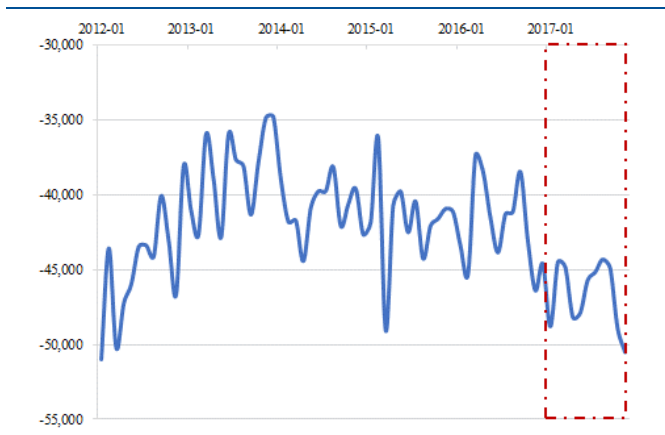
（三）白银——美元指数持续弱势，利好白银价格上涨

白银和黄金一样，同时兼具商品、货币和金融属性，数据显示白银和黄金价格相关性高，价格波动趋于一致，所以其金融属性是近年来决定白银价格走势的主要推动力。在当前的美元计价货币体系下，我们更多的是考虑美国经济、美元指数与白银价格之间的关系。我们看好 2018 年白银价格的核心逻辑是：美元中枢面临下移。

从长周期来看，美元指数是全球对美国经济实力的综合定价，美元指数与美国 GDP 占全球 GDP 比例高度相关。自 2015 年以来，美元指数超跑美国经济占全球比例（目前占比仅在 15% 左右），使得美元指数下跌概率提升。近期数据显示美元经济增长不及预期，美元持续弱势，目前美元指数大幅下跌至 90 点以下，是 2014 年 12 月以来首次跌破 90 点。

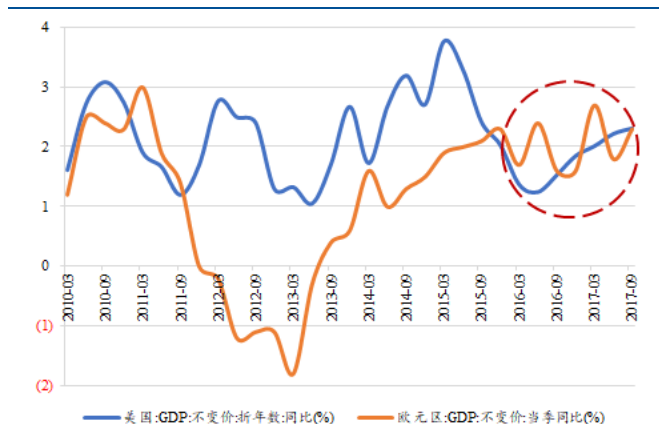
目前全球朱格拉周期（设备更新周期）处于上升阶段，欧美日韩的设备投资增速抬头，继续支撑全球经济。国际金融机构预计 2018 年美国和欧洲经济增速将优于 2017 年，同时对中国经济增速持乐观态度。美国经济分析局数据统计，美国前 11 个月贸易逆差额累计值同比增加 11.60%。美国作为典型的逆差国家，全球经济复苏往往会带来其贸易逆差扩张。

图 19: 美国贸易逆差进一步扩大 (当月值, 百万美元)



资料来源: 美国经济分析局, Wind, 民生证券研究院

图 20: 美国对欧元区 GDP 增速相对优势减弱



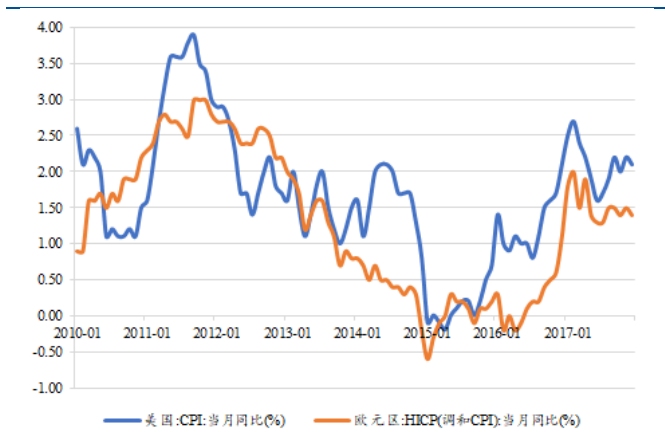
资料来源: Wind, 民生证券研究院

具体来看, 欧元区经济复苏强劲, 美国对欧元区 GDP 增速相对减弱, 欧洲央行退出宽松货币政策, 提振欧元、压制美元, 同时中国经济展现出极强的韧性, 2017 年 GDP 同比增速达到 6.9%, 超过国际市场普遍预期。美国自身方面特朗普税改对美国经济提振作用可能不达预期, 其税改方案在国会投票期间已经削减规模, 同时考虑到随着全球一体化的加深以及美国政府负债规模的扩大, 其财政乘数 (单位财政扩张对经济的拉动力) 持续减弱, 税改对经济增长和通胀水平的刺激也随之减弱。

美联储加息方面, 根据美联储给定的长期合意中枢利率水平 (目标 2.75%, 目前为 1.25%-1.5%), 美国加息进程进入下半场。从历史上来看, 美联储加息并不一定能带来强势美元, 本轮加息并非发生在经济过热和资产泡沫之后, 其本质其实是回归正常化, 随着通胀水平回升, 实际利率始终维持在低位, 如若加息幅度跟不上通胀上行幅度, 甚至有进一步下移可能, 支撑贵金属价格。

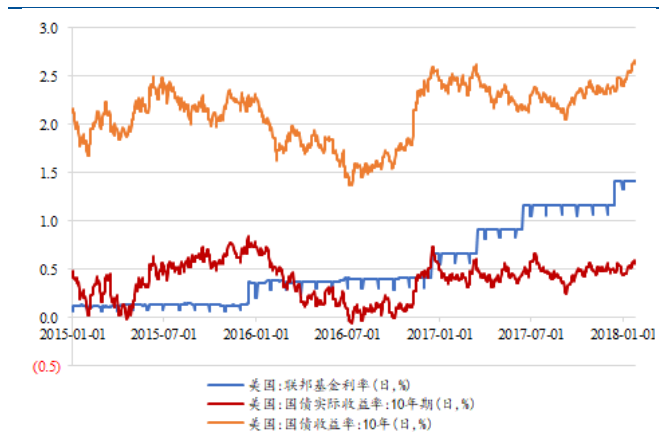
综上我们认为美元中枢面临下移风险, 将利好于白银价格上涨。

图 21: 自 2015 年以来欧美通胀水平回升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 22: 美国实际利率水平维持低位



资料来源: Wind, 民生证券研究院

四、量价齐升助力公司阔步前进

(一) 金属价格上涨对矿产品价格形成强有力拉动

1、景气度提升，主要金属价格上涨

公司主要收入来源为银、锌、锡、铅、铜等金属矿产品的开采销售。近年来，受益于供需关系改善等因素，行业整体景气度提升，国内相关金属价格普遍大涨，势头有望持续。

图 23：2016 年以来国内 2#银价格走势（单位：元/kg）



资料来源：Wind，中国白银网，民生证券研究院

图 24：2016 年以来国内 1#锌价格走势（单位：元/吨）



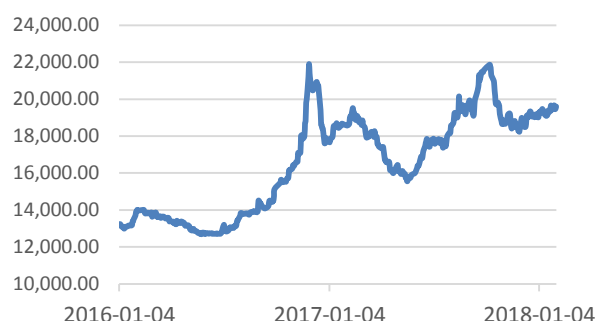
资料来源：Wind，上海有色网，民生证券研究院

图 25：2016 年以来国内 1#锡价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，上海有色网，民生证券研究院

图 26：2016 年以来国内 1#铅价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，上海有色网，民生证券研究院

图 27：2016 年以来国内 1#铜价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，上海有色网，民生证券研究院

2、精矿价格将随金属价格走势同步变化

公司矿产品计价方式如下表所示：

表 8：矿产品价格计算依据

矿产品种类	价格计算方式
精矿含银	据购销合同，铅精矿中银的平均品位不低于 2000g/t。按交货日所在月每日公布的 2#银结算价的月算术平均价作为基准价，则含银结算价格为：基准价×87%。 铜锡系统铜精矿含银品位为 2425.33g/t，计价系数为 82%。 铜锡系统铅精矿含银品位为 17089.02g/t，计价系数为 89%； 铜锡系统锌精矿含银品位为 1254.90g/t，计价系数为 65.50%； 铅锌系统铅精矿含银品位为 5444.54g/t，计价系数为 86%； 铅锌系统锌精矿含银品位为 499.05g/t，计价系数为 44%；
锌精矿含锌	作价期内每日基价的算术平均值（P）作为基础价格。 当锌锭价格（P）等于 15000 元/吨时，结算基价（M）=P-5800 当锌锭价格（P）大于或小于 15000 元/吨时，结算基价（M）=P-[5,800+(P-15000)×20%]。 作价期：以交货日所在当月每日基价的算术平均值为基础价格。 锌精矿品位以 49%为基准，锌精矿品位每增（减）1%价格相应加（减）20 元/金属吨，锌精矿品位低于 40%时，原则上双方协商定价。 铜锡系统锌精矿含锌 47%，铅锌系统锌精矿含锌 51%。
锡精矿含锡	铜锡系统锡精矿含锡品位为 41%。参照其他企业购销合同，锡精矿含锡（品位锡 40%）含税销售价格按上海有色金属网 1#锡锭均价×计价系数 87%（当全年供货量≤2870 金属吨时）或 87.2%（当全年供货量>2870 金属吨时），品位每提高 1%每个金属吨加价 200 元（40%<含锡品位≤50%时）。
铅精矿含铅	按交货日所在月上海有色网每日公布的 1#铅锭日均价的月算术平均价（P）作为基准价，M 为铅精矿品位为 50%的基准价。当铅品位>50%时，品位每增 1%单价相应增 20 元/金属吨；当 45%≤铅品位<50%时，品位每降低 1%单价相应减 20 元/金属吨；当 40%≤铅品位<45%，品位每降低 1%单价相应减 40 元/金属吨。 $M = P - 2180$ （元/金属吨）（其中：M 为铅精矿品位 50%基准价，P 为金属价格）。 铜锡系统铅精矿含铅 46%，铅锌系统铅精矿含铅 55%
铜精矿含铜	铜精矿含铜 13%，参考行业标准计价系数选用 75%。

资料来源：公司公告，《定增交易报告书》，民生证券研究院

由于精矿品位相对固定，故矿产品价格大体上将随各相关金属价格变化趋势而变化，在价格上行的通道中为公司业绩带来较大提振。

（二）价格与产量预测

1、基本假设

公司的主要收入和利润来源为金属矿产采选业务，短期内不会发生变化。假定公司产品销量等于其产量，对于各矿山产量及产品价格则根据公司公告及市场行情进行合理估计。

2、金属及矿产品价格预测

在对 2017 年的国内相关金属价格做了算术平均处理之后，以此为依据并采用比较保守方式对 2018 年和 2019 年的价格平均水平做了外延估计（如下表所示）。

表 9：相关金属价格假设

金属品种	单位	2017A	2018E	2019E
银（2#）	元/kg	3906	4000	4100
锌（1#）	元/吨	23869	24000	24500
锡（1#）	元/吨	143814	150000	155000
铅（1#）	元/吨	18440	19000	19500
铜（1#）	元/吨	49227	50000	51000

资料来源：Wind，民生证券研究院

以上表作为价格基准，结合表 9 可以计算出各不同品位矿山精矿产品的价格。

3、矿山产量预测

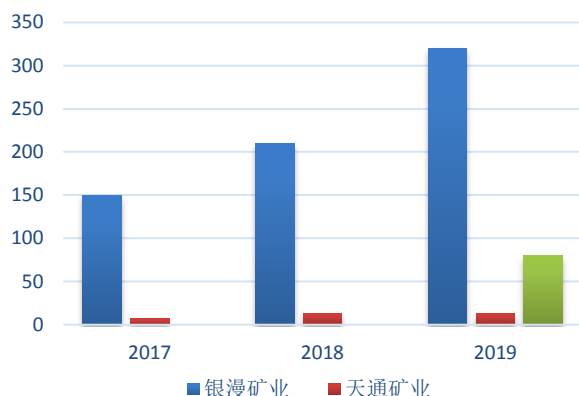
公司在产的矿山包括锡林矿业、融冠矿业、银漫矿业和天通矿业，其他矿山中乾金达矿业预计将于 2019 年投产。

表 10：公司主力矿山产能及主要产品

名称	采选产能（万吨）	精矿品种	所含金属	精矿品位
锡林矿业	72	铁精矿	铁	65%
		锌精矿	锌	49%
融冠矿业	135	铁精矿	铁	64%
		锌精矿	锌	53%
银漫矿业	165	铅锌系统	铅	55%
			银	5444.54g/t
		锌精矿	锌	51%
			银	499.5g/t
	165	铜锡系统	铜	13%
			银	2690g/t
		铅精矿	铅	46%
			银	17089.02g/t
天通矿业	30	铅精矿	锌	47%
			银	1254.9g/t
		锡精矿	锡	41%
乾金达矿业	30	铅精矿	铅	63%
			银	1419.64g/t
		铜精矿	铜	13%
			银	1625g/t
		铅精矿	铅	57%
			银	2210g/t
		锌精矿	锌	53%
			银	218.54g/t

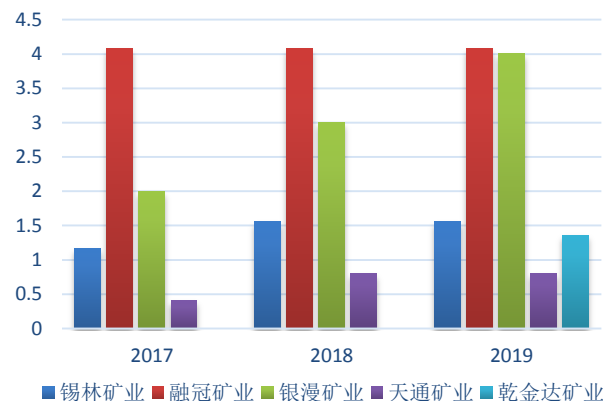
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 28：各矿山银产量预测（单位：吨）



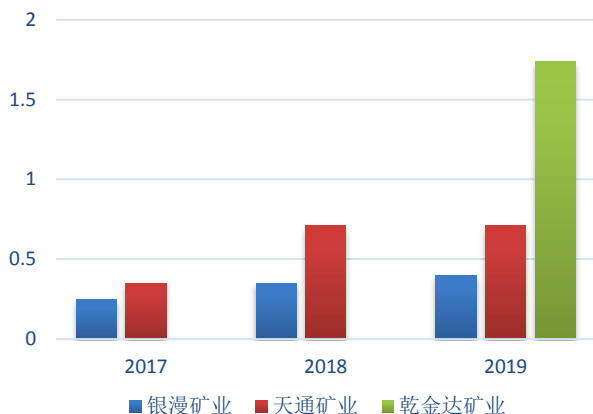
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 29：各矿山锌产量预测（单位：万吨）



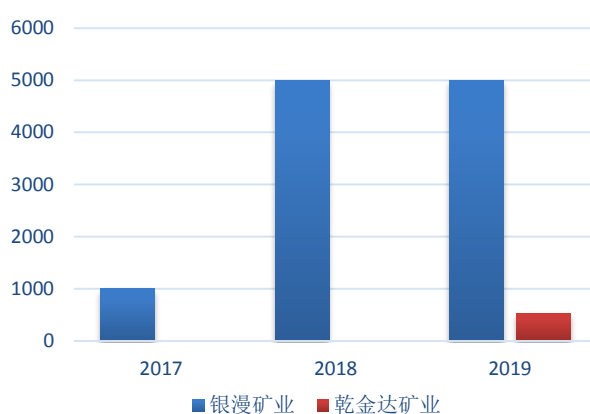
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 30: 各矿山铅产量预测 (单位: 万吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 31: 各矿山铜产量预测 (单位: 吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 11: 公司主要矿产品销售总量预测 (单位: 金属吨)

金属品种	2017	2018	2019
银	157	223	413
锌	76464	94356	112952
锡	1972	7500	7500
铅	6038	10576	28439
铜	946	5000	5535

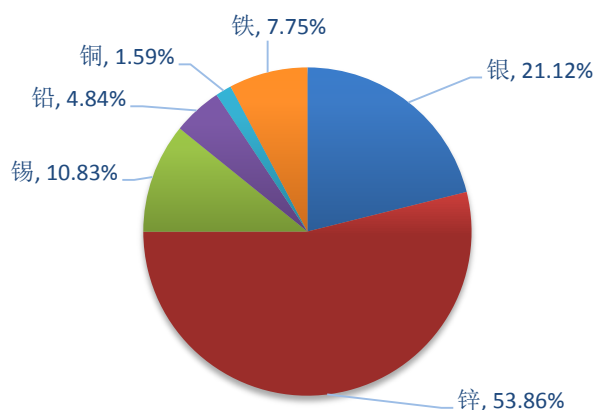
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

随着银漫矿山投产及技改的稳步推进, 其产量也将得以快速释放, 尤其在银、锡等领域上迅速补齐短板并跻身行业领先地位, 对于铅、锌等金属产量的拉动也发挥了重要作用, 乾金达矿业投产后也将为公司贡献不错的业绩。

(三) 盈利预测与投资建议

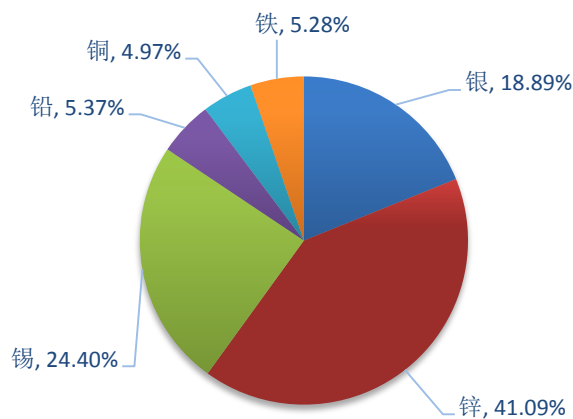
在对价格和产量了估计及预测之后, 可以对公司主要矿山经营情况做进一步测算。

图 32: 2017 年公司收入构成 (按产品)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 33: 2018 年公司收入构成 (按产品)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 12：公司主要矿山市场经营预测（单位：亿元）

	2017	2018	2019
收入：			
锡林矿业	2.49	3.30	3.39
融冠矿业	7.89	7.94	8.10
银漫矿业	11.33	23.44	29.53
天通矿业	1.49	3.03	3.11
乾金达矿业	0	0	8.40
合计：	23.20	37.71	52.53
成本：			
锡林矿业	2.38	2.38	2.38
融冠矿业	4.46	4.46	4.46
银漫矿业	2.70	3.96	6.93
天通矿业	0.50	0.99	0.99
乾金达矿业	0	0	0.99
合计：	10.04	11.79	15.75
毛利：	13.16	25.92	36.78

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司收入主要来源于银、铅、锡等金属的开采销售，在不考虑其他矿山复产投产的情况下，受益于产品价格的提升及自身产能的释放，公司收入和盈利预计将迅速增加，各主要业务占总收入的比例也将更加协调。

我们预计公司 2017-2019 年的营收分别为 23.89 亿、38.87 亿、54.11 亿，归母净利润分别为 5.59 亿、14.09 亿、20.73 亿，对应 2017-2019 年 PE 分别为 40X、16X、11X，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

五、风险提示

金属价格波动风险，项目进度及产能释放不及预期风险，矿山品位下滑风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	866	2,389	3,887	5,411
营业成本	479	1,053	1,237	1,653
营业税金及附加	33	54	118	143
销售费用	4	15	20	31
管理费用	201	527	880	1,210
EBIT	149	740	1,632	2,374
财务费用	54	0	0	0
资产减值损失	(54)	0	0	0
投资收益	0	4	2	3
营业利润	150	745	1,634	2,377
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	150	745	1,634	2,378
所得税	61	186	229	309
净利润	89	558	1,406	2,068
归属于母公司净利润	89	559	1,409	2,073
EBITDA	301	900	1,799	2,549

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1181	2274	4790	7502
应收账款及票据	74	380	629	862
预付款项	3	42	28	52
存货	239	375	407	566
其他流动资产	79	79	79	79
流动资产合计	1585	3203	6020	9181
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1459	1578	1697	1817
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	8178	7188	6689	6383
资产合计	9763	10390	12709	15564
短期借款	575	575	575	575
应付账款及票据	832	698	943	1428
其他流动负债	12	12	12	12
流动负债合计	1976	2045	2958	3745
长期借款	2500	2500	2500	2500
其他长期负债	420	420	420	420
非流动负债合计	2920	2920	2920	2920
负债合计	4896	4965	5879	6665
股本	1869	1869	1869	1869
少数股东权益	2	1	(2)	(6)
股东权益合计	4867	5425	6831	8899
负债和股东权益合计	9763	10390	12709	15564

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	4.3%	175.9%	62.7%	39.2%
EBIT 增长率	92.0%	396.4%	120.4%	45.5%
净利润增长率	460.1%	525.4%	151.8%	47.1%
盈利能力				
毛利率	44.7%	55.9%	68.2%	69.5%
净利润率	10.3%	23.4%	36.2%	38.3%
总资产收益率 ROA	0.9%	5.4%	11.1%	13.3%
净资产收益率 ROE	1.8%	10.3%	20.6%	23.3%
偿债能力				
流动比率	0.8	1.6	2.0	2.5
速动比率	0.7	1.4	1.9	2.3
现金比率	0.6	1.1	1.6	2.0
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	24.8	27.2	28.1	27.2
存货周转天数	173.8	130.0	120.0	125.0
总资产周转率	0.1	0.2	0.3	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.3	0.8	1.1
每股净资产	2.6	2.9	3.7	4.8
每股经营现金流	0.1	0.1	1.2	1.4
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	212.3	40.3	16.0	10.9
PB	4.6	4.2	3.3	2.5
EV/EBITDA	81.2	25.9	11.6	7.1
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	89	558	1,406	2,068
折旧和摊销	98	160	167	175
营运资金变动	(11)	(456)	612	337
经营活动现金流	196	257	2,183	2,577
资本开支	367	(831)	(331)	(131)
投资	(230)	0	0	0
投资活动现金流	(562)	835	333	134
股权募资	1,162	0	0	0
债务募资	452	0	0	0
筹资活动现金流	1,350	0	0	0
现金净流量	984	1,093	2,516	2,712

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 截至 2017Q3 公司股权结构及实际控制人	4
图 2: 近年公司重要融资及收并购事件	4
图 3: 公司旗下矿山大多位于内蒙古地区	5
图 4: 公司采矿行业收入来源更为丰富	5
图 5: 公司历年营业收入及增速	6
图 6: 公司历年扣非后归母净利润及增速	6
图 7: 2017 上半年公司各主要矿山经营情况 (单位: 元)	6
图 8: 公司银资源储量接近国内总储量三分之一	8
图 9: 公司锡资源储量接近国内总储量五分之一	8
图 10: 银漫矿业产能将稳步提升	10
图 11: 2018 年全球锌精矿供需依然存在缺口	13
图 12: 国际长单加工费与现货加工费处于历史低位	13
图 13: 中国加工费从 2015 年开始单边回落	13
图 14: 精锌供需缺口矛盾将会逐渐凸显	14
图 15: 矿山企业锌精矿利润维持高位 (单位: 元/吨)	14
图 16: 全球锡资源储量分布集中	15
图 17: 全球主要锡精矿生产国	15
图 18: 锡焊料是主要的下游消费领域	16
图 19: 美国贸易逆差进一步扩大 (当月值, 百万美元)	17
图 20: 美国对欧元区 GDP 增速相对优势减弱	17
图 21: 自 2015 年以来欧美通胀水平回升	17
图 22: 美国实际利率水平维持低位	17
图 23: 2016 年以来国内 2# 银价格走势 (单位: 元/kg)	18
图 24: 2016 年以来国内 1# 银价格走势 (单位: 元/吨)	18
图 25: 2016 年以来国内 1# 锡价格走势 (单位: 元/吨)	18
图 26: 2016 年以来国内 1# 铅价格走势 (单位: 元/吨)	18
图 27: 2016 年以来国内 1# 铜价格走势 (单位: 元/吨)	18
图 28: 各矿山银产量预测 (单位: 吨)	20
图 29: 各矿山锌产量预测 (单位: 万吨)	20
图 30: 各矿山铅产量预测 (单位: 万吨)	21
图 31: 各矿山铜产量预测 (单位: 吨)	21
图 32: 2017 年公司收入构成 (按产品)	21
图 33: 2018 年公司收入构成 (按产品)	21

表格目录

表 1: 兴业矿业主要控股公司	3
表 2: 公司银锌锡资源储量丰富	7
表 3: 银漫矿业达产产能 (单位: 吨)	9
表 4: 乾金达矿业达产产能 (单位: 吨)	10
表 5: 兴业集团关于同业竞争相关事宜所作承诺	11
表 6: 部分兴业集团旗下有色金属采选企业	11
表 7: 2017-2020 年全球锌矿山项目变化表 (万吨金属)	12
表 8: 矿产品价格计算依据	19
表 9: 相关金属价格假设	19
表 10: 公司主力矿山产能及主要产品	20
表 11: 公司主要矿产品销售总量预测 (单位: 金属吨)	21
表 12: 公司主要矿山市场经营预测 (单位: 亿元)	22

分析师与研究助理简介

喻罗毅，新加坡管理大学应用金融硕士，华中科技大学材料成型及控制工程学士，曾供职于大型钢铁集团，2015年加入民生证券，从事有色金属及新材料行业研究，对铝、铜、钨、黄金、锂等有深入的研究，成功挖掘多个细分领域投资机会。

孙宇翔，北京大学工学硕士，2017年加入民生证券，从事有色金属行业及公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,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所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。