

大宗周期行业全景图-有色篇：应用广泛，格局迥异

2019年08月15日



证券分析师

陈建文

投资咨询资格编号：S1060511020001

联系电话：0755-22625476

电子邮件：CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.CN

要点总结

- **工业金属用量大、应用广泛，具周期性。**工业金属是用量大、用途广泛的金属品种，包括铜、铝、铅、锌、锡、镍六个品种，其中铜、铝、铅、锌的需求量均超千万吨。中国是全球主要的工业金属消费国，各工业金属品种在全球消费占比均超40%。工业金属价格波动较为频繁，受供需、库存、事件等影响，其中供需是核心因素。
- **中国工业金属资源并不丰富，存在不同程度对外依赖。**中国铜储量占全球储量的3.1%，冶炼铜原材料对外依赖度超70%；中国在全球铝土矿储量的占比为3.3%，所需铝土矿对外依赖度高达60%；中国锌的资源相对丰富，占全球锌储量的19.5%，位居全球第二，但相对精炼锌冶炼规模，仍有约24%原材料需要进口；中国锡储量位居全球第一，占比约23%，由于精炼锡产量全球占比47%，冶炼所需的锡原材料仍有50%需要进口。
- **工业金属供需格局迥异。**中国是全球主要的工业金属生产和消费大国，主要品种产销量均位居全球前列。**铜：**需求放缓，但铜矿品位下降，新扩建铜矿项目有限，铜中长期供给趋紧，行业利润向上游铜矿倾斜；**铝：**需求增长，但增速降低，中国供给侧改革下，铝产能无序增长得到控制，未来执行等量和减量置换，格局好转，电解铝环节议价能力提升；**锌：**需求低迷，新扩建项目产能释放，供给较为充足，行业利润向冶炼环节倾斜；**锡：**尽管消费电子低迷，锡需求不振，但随着缅甸供给能力下降，全球锡资源枯竭问题显现，行业利润向上游锡矿倾斜。
- **发展趋势及投资机会。**未来工业金属有三个发展趋势：1) 中国环保政策趋严，环保投入增加，进入门槛不断提高，促进行业向龙头企业集中，工业金属龙头公司长期价值将不断凸显；2) 中国工业金属矿产资源存在不同程度对外依赖度，国内龙头矿企纷纷走出国门，进行海外资源并购，已成必然趋势，具有丰富并购经验的公司将获得更大机会；3) 随着中国经济增长进入“新常态”，对工业金属需求的拉动减弱，工业金属需求增长将趋缓。单纯扩规模的粗放型增长模式遭遇瓶颈，未来对企业精细化管理要求更高，拥有优秀管理团队和良好治理结构公司有望脱颖而出。
- **风险提示：**1) 需求低迷；2) 供给侧改革和环保政策低于预期；3) 价格和库存大幅波动等。

工业金属产业链



上游

勘探开采

产品形态：原矿、精矿

生产环节：露天采/地下采、破碎、磨矿、浮选等

特点：开发周期长、一次性投资大、回收周期长、成本相对固定、价格弹性高

关键指标：矿产品位、拥有资源量、开采条件、配套基础设施等



中游

冶炼

产品形态：粗炼产品、精炼产品、中间品

生产环节：火法/湿法冶炼、电解、精馏等

特点：固定资产投资较大、加工费是普遍经营模式、价格弹性较小

关键指标：粗炼和精炼费、原材料保障、资金实力、产能布局等



下游

制品加工

产品形态：管材、棒材、箔片、合金等

生产环节：浇筑、塑性成型、冲压成型、固定成型等

特点：固定资产投资相对较小、盈利水平较低、价格弹性低

关键指标：原材料成本控制、精细管理、库存、产品周转控制、产能布局、物流等



终端

终端消费

领域：汽车、建筑、电力、家电、消费品、机械等

特点：需求多样、和宏观经济关联度高、受投资、消费支出影响较大

关键指标：GDP、建筑、地产、固定资产投资、家电、汽车产销等

目录 CONTENTS

● 工业金属总览

● 工业金属子行业及龙头公司分析

● 行业趋势及投资机会

● 风险提示

总览：工业金属品类

- 工业金属是相对稀有小金属而言，通常是指经济生活中用量大，用途广泛的金属品种。目前归类到工业金属品种包括铜、铝、铅、锌、锡、镍，其中铜、铝、铅、锌全球需求量均超千万吨，镍需求量约200万吨，而锡的需求较少约40万吨。中国是全球主要工业金属消费国，在各品种消费占比均超40%。我们重点分析拥有一定数量优质上市公司的铜、铝、锌、锡品种。
- 工业金属普遍具有较为良好的加工性能，但各品种性能存在一定差异。铜导电导热性突出，导电性在金属元素仅次于银；铝重量轻，导电导热性能佳；锌常温下形成保护膜，起到美观、防锈作用；而锡化学性质稳定，熔点低，在电子焊接领域受青睐。

工业金属需求情况

产品	全球需求量 (万吨)	中国需求量 (万吨)
铜	2441	1250
铝	6570	3713
铅	1190	499
锌	1372	644
锡	38	17
镍	214	97

重点工业金属性能

品种	主要性质
铜	紫红色光泽的金属，稍硬，极坚韧，耐磨损，有很好的延展性、较好导热性、耐腐蚀能力，且导电性能优异，在金属元素中仅次于银
铝	世界上产量仅次于钢铁的金属，其重量轻，密度仅有钢铁的1/3，具有高导电及导热性、可塑性、耐腐蚀性等优良特性
锌	浅灰色的过渡金属，在常温下，性较脆；100~150°C时，变软；超过200°C后，又变脆。在常温下表面会生成一层薄而致密的碱式碳酸锌膜，可阻止进一步被氧化。当温度达到225°C后，锌则会剧烈氧化。同时锌能以多种金属制成合金
锡	银白色金属光泽的低熔点金属，纯锡质柔软，常温下展性好，化学性质稳定，不易被氧化

资料来源：Wind，亚洲金属网，平安证券研究所

总览：生产工艺及特征

- 生产工艺方面，工业金属冶炼分为火法和湿法，其中铜火法冶炼为主流工艺，铝、锌以湿法冶炼为主流工艺，锡冶炼同时具有火法和湿法的特性。
- 工业金属具有周期性，价格波动较为频繁，是工业金属研究的核心。而价格和供需、库存、事件等因素相关，其中供需是决定中长期价格趋势的核心要素，库存起到辅助判断作用，事件影响相对短期。

重点工业金属主流生产工艺

铜：铜矿石 $\xrightarrow{\text{破碎、浮选等}}$ 铜精矿 $\xrightarrow{\text{造铜熔炼}}$ 铜锭（冰铜） $\xrightarrow{\text{转炉吹炼}}$ 粗铜 $\xrightarrow{\text{火法精炼}}$ 阳极铜 $\xrightarrow{\text{电解}}$ 电解铜

铝：铝土矿 $\xrightarrow{\text{拜耳法}}$ 氧化铝 $\xrightarrow{\text{电解}}$ 电解铝

锌：锌矿石 $\xrightarrow{\text{破碎、浮选等}}$ 锌精矿 $\xrightarrow{\text{焙烧、中性浸出}}$ 浸出液 $\xrightarrow{\text{净化、电解}}$ 精炼锌

锡：锡矿石 $\xrightarrow{\text{破碎、浮选等}}$ 锡精矿 $\xrightarrow{\text{还原熔炼}}$ 粗锡 $\xrightarrow{\text{熔析、凝析、结晶分离、真空蒸馏}}$ 精炼锡

工业金属价格影响因素



资料来源：平安证券研究所

目录 CONTENTS

① 工业金属总览

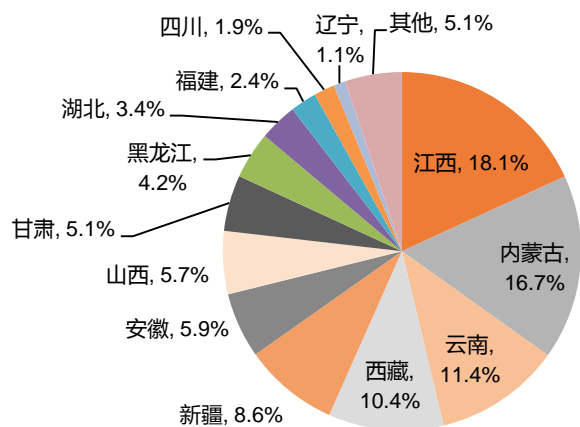
② 工业金属子行业及龙头公司分析

③ 行业趋势及投资机会

④ 风险提示

工业金属-铜：资源

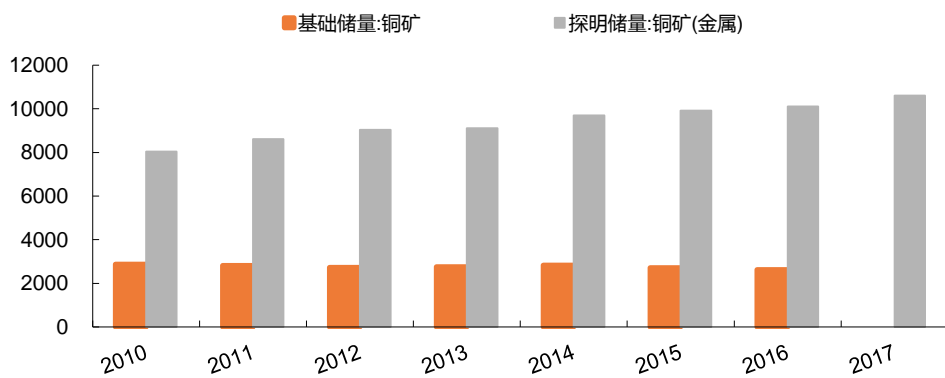
中国铜储量分布



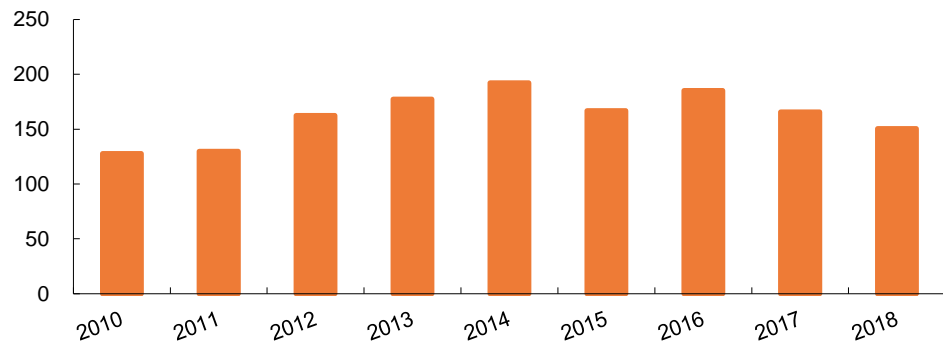
➤ 根据USGS，2018年全球铜的储量为8.3亿吨，且分布不均衡，智利、澳大利亚、秘鲁位列前三，约占全球铜储量的40%。中国铜资源相对缺乏，仅占全球铜储量的3.1%，且主要分布在江西、内蒙古、云南、西藏、新疆五省。

➤ 中国矿产铜2018年产量约150万吨，在全球矿产铜的占比约7.3%，远不能满足冶炼需求，估计中国铜冶炼原材料对外依赖程度超70%。

中国铜储量情况（万吨）



中国矿产铜产量（万吨）

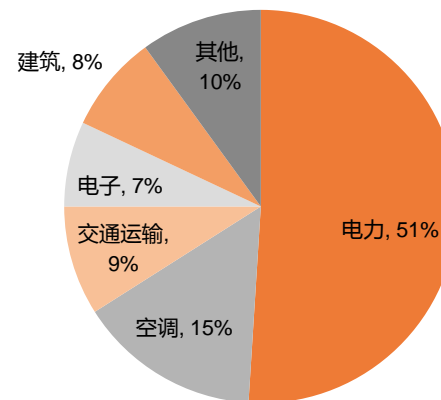


资料来源：Wind，平安证券研究所

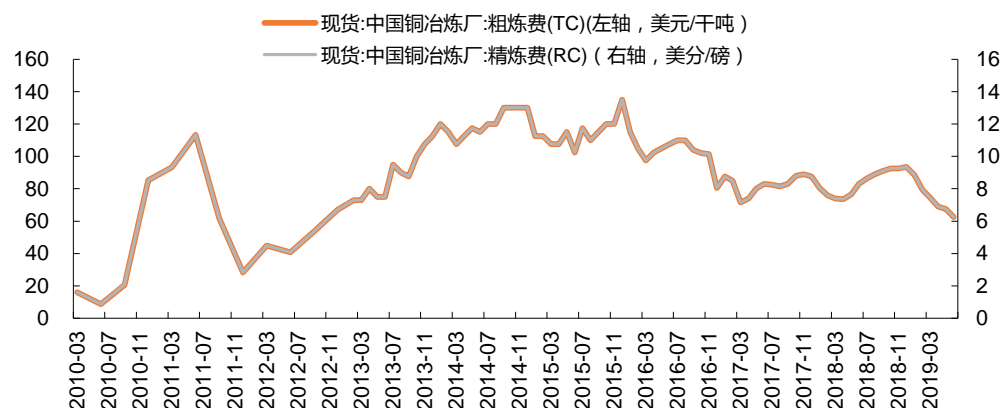
工业金属-铜：供需及未来格局

- 中国铜主要下游为电力、空调和交运，三者约占中国铜消费的75%，预计未来随着经济放缓，中国铜的消费增速或降低到5%以下。
- 中国是全球最大的铜生产和消费国，2018年精炼铜消费量1250万吨，在全球份额为51%；2018年中国精炼铜产量903万吨，在全球份额为38%。目前中国仍需进口部分精炼铜。
- 由于品位下降以及新扩建项目较为有限，且中国铜冶炼规模继续扩大，铜产业利润向上游倾斜，中国铜精炼和粗炼费呈下行态势。

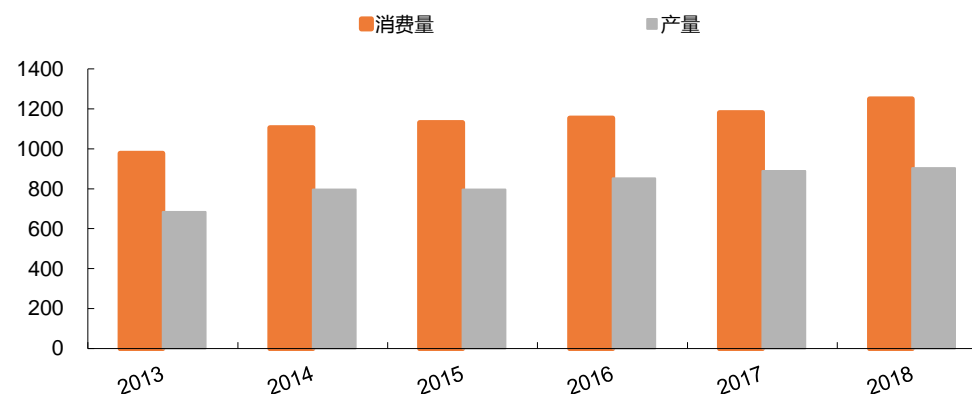
中国铜消费分布



中国铜的加工费走势



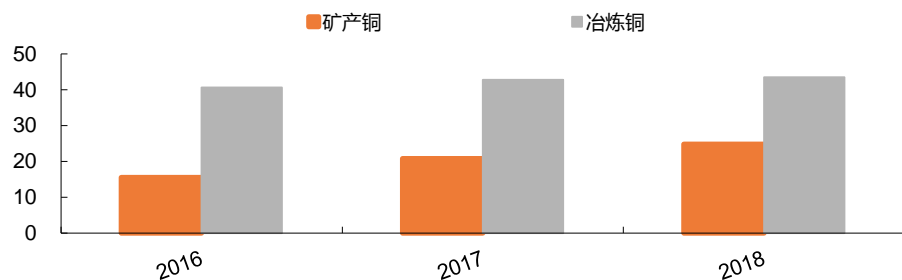
中国精炼铜供需情况 (万吨)



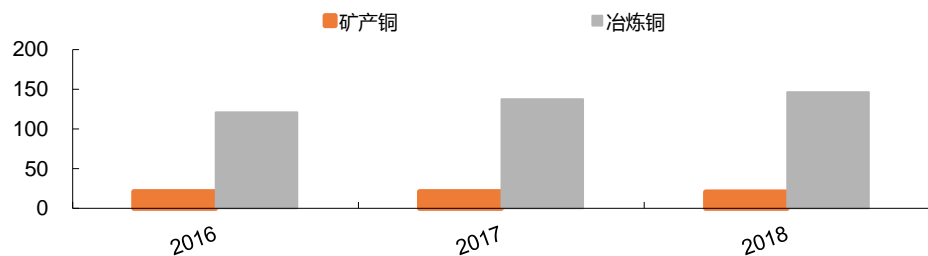
资料来源: Wind, USGS, 平安证券研究所

工业金属-铜：龙头公司

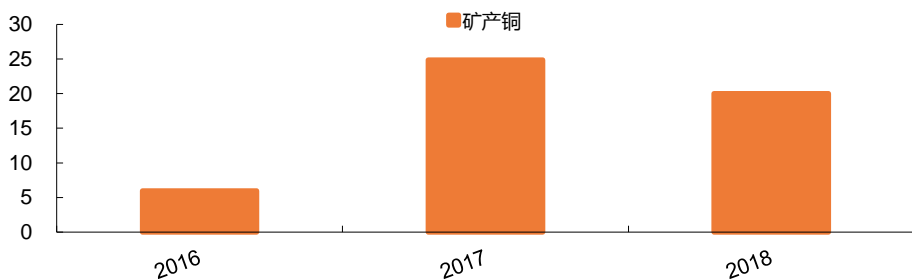
紫金矿业铜产品产量（万吨）



江西铜业铜产品产量（万吨）



洛阳钼业铜产品产量（万吨）



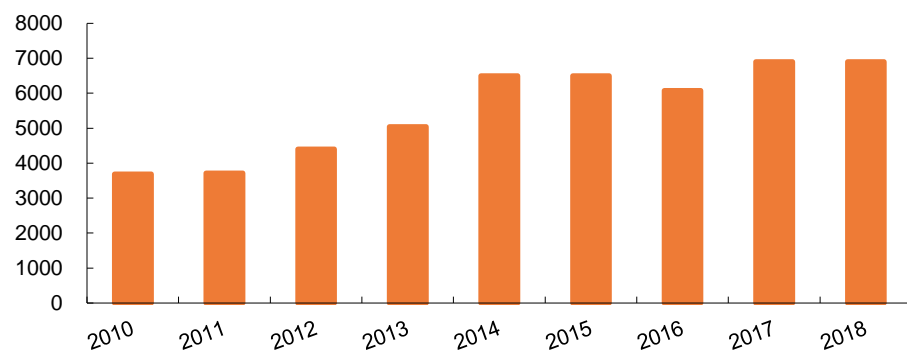
- ▶ 紫金矿业：公司铜资源分布在海内外，拥有铜权益资源量4952万吨，达到国际一流矿企水平。公司2018年矿产铜产量约25万吨，在A股铜企位居首位。未来随着卡莫阿-卡库拉以及RTB BOR项目投产，公司矿产铜仍有较大增长空间。
- ▶ 江西铜业：公司100%所有权铜资源量936万吨，联合其他公司控制铜资源权益储量444万吨，拥有目前国内规模最大的德兴铜矿及多座在产铜矿。2018年公司矿产铜产量约21万吨，冶炼铜产量146万吨，年加工铜超百万吨，需大量外购铜矿。
- ▶ 洛阳钼业：公司铜矿资源主要位于海外。主要铜资源以及铜矿生产运营主体包括公司拥有80%权益的位于澳大利亚的NPM铜金矿，该矿山2018年权益矿产铜产量3.2万吨；以及位于刚果（金）、公司间接持有80%权益的TFM铜钴矿，该矿山2018年矿产铜产量16.8万吨。

资料来源：Wind, 平安证券研究所

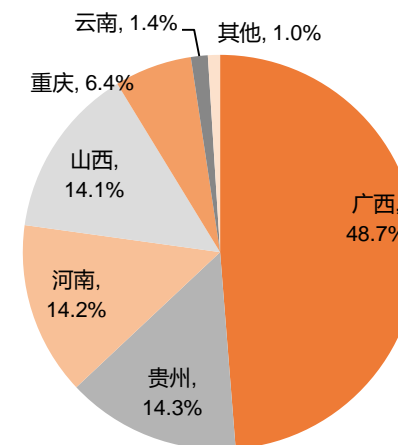
工业金属-铝：资源

- 全球铝土矿资源较为丰富，储量300亿吨，但分布不均，几内亚、澳大利亚、越南、巴西约占全球铝土矿储量的65%。中国仅占全球铝土矿储量的3.3%，主要分布在广西、贵州、河南和山西四省。
- 中国是铝土矿资源较为缺乏的国家，2018年铝土矿产量6902万吨，铝土矿对外依赖度高达60%。

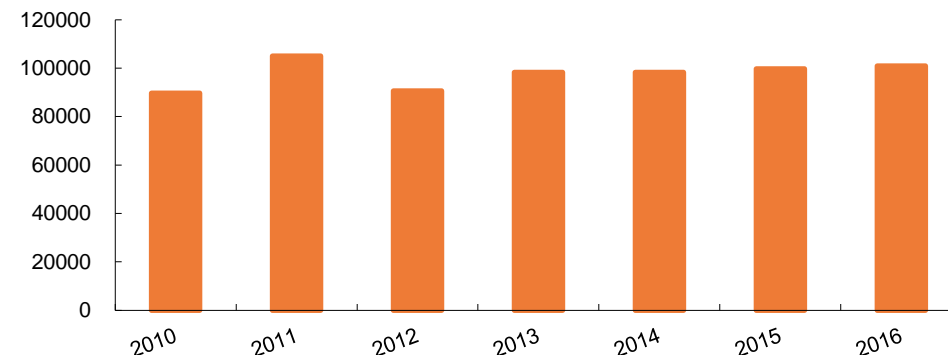
中国铝土矿产量（万吨）



中国铝土矿储量分布



中国铝土矿储量（万吨）

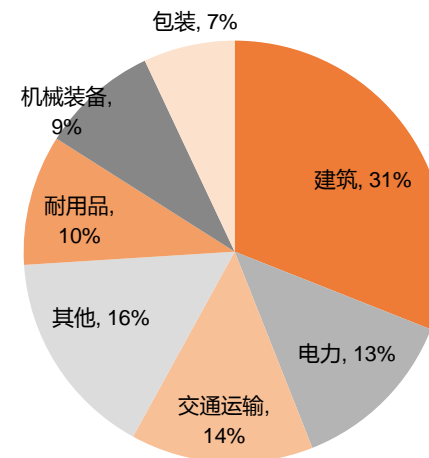


资料来源：Wind，平安证券研究所

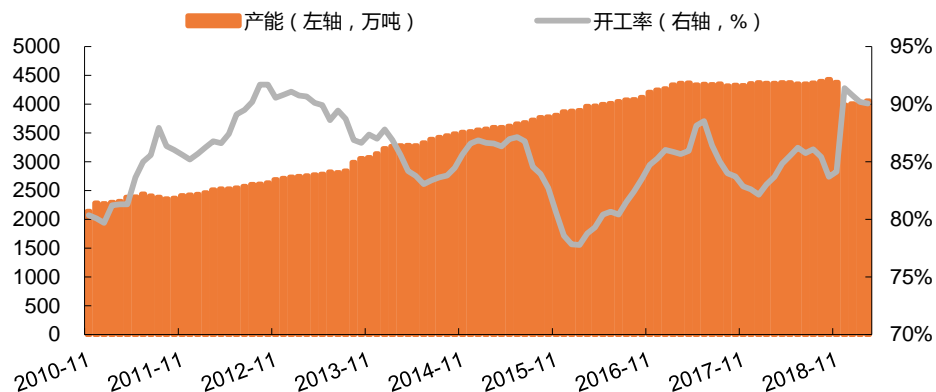
工业金属-铝：供需及未来格局

- 中国电解铝的下游主要为建筑、电力和交运。中国是全球电解铝主要生产和消费国家，2018年电解铝产量3649万吨，占全球产量的57%；电解铝消费量3713万吨，占全球消费量的57%。中国电解铝基本实现自给。
- 2017年前，中国电解铝存在产能增长过快问题，但在2017年清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动后，产能无序增长得以控制。未来电解铝执行等量和减量置换政策，冶炼尤其电解环节议价能力提升。

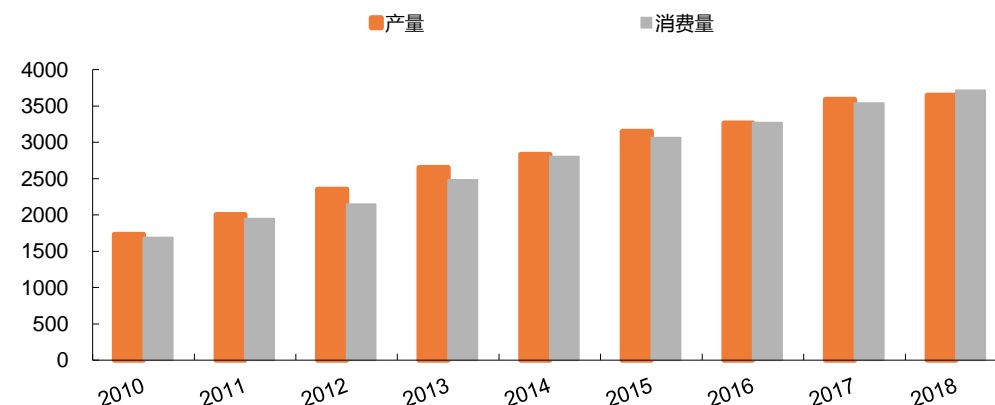
中国电解铝消费分布



中国电解铝产能及开工率



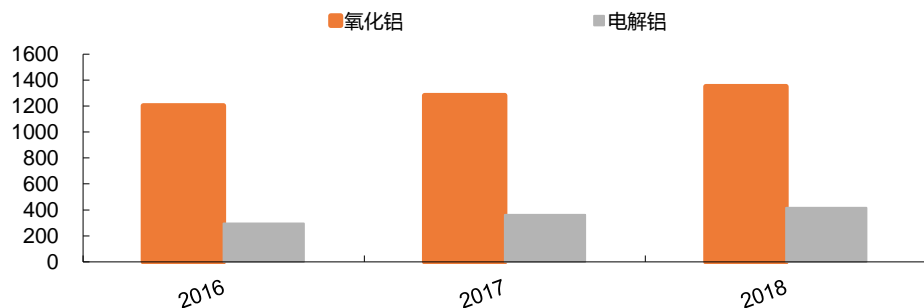
中国电解铝供需情况(万吨)



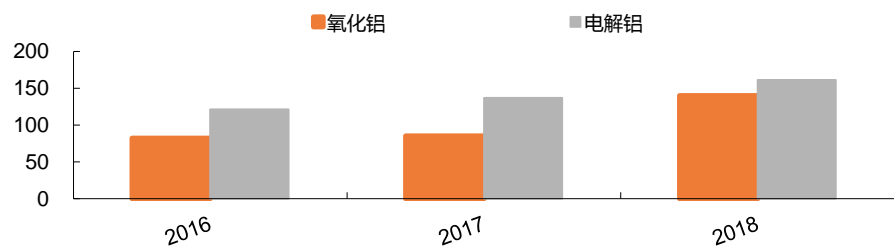
资料来源：Wind，中国铝业，平安证券研究所

工业金属-铝：龙头公司

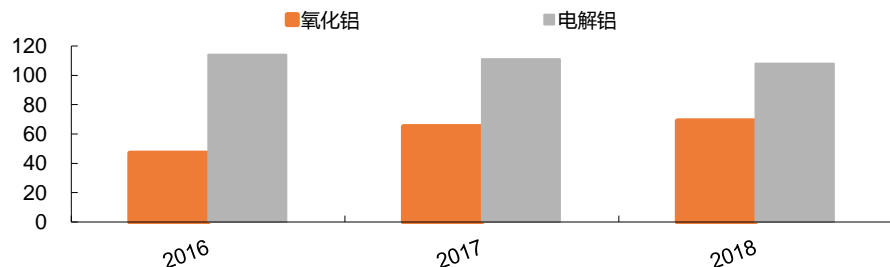
中国铝业铝相关产品产量（万吨）



云铝股份铝相关产品产量（万吨）



神火股份铝相关产品产量（万吨）



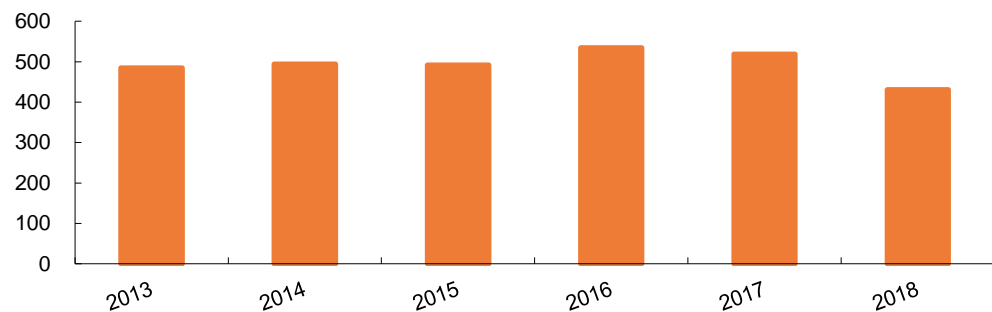
- 中国铝业：公司电解铝规模位居行业前列，2018年电解铝产量417万吨。公司同时也是我国氧化铝主要生产企业，2018年产量1351万吨，公司氧化铝自给有余，并部分对外销售。
- 云铝股份：目前公司控股股东已变更为中铝集团，公司所需电力以绿色水电为主，2018年电解铝产量161万吨，氧化铝产量140万吨，需部分外购氧化铝。未来随着新项目投产，公司电解铝产能有较大增长空间。
- 神火股份：公司氧化铝和电解铝产能分别为80万吨和146万吨，2018年氧化铝和电解铝产量分别为69万吨和108万吨，公司需外购部分氧化铝。公司同时生产煤炭和电力，电力成本上具有一定成本优势。

资料来源：Wind, 平安证券研究所

工业金属-锌：资源

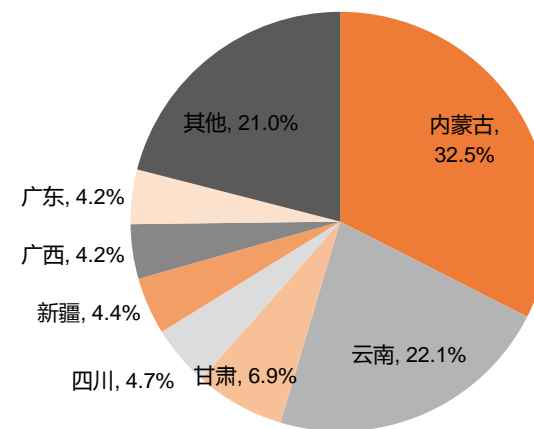
- 全球锌储量约2.3亿吨，其中澳大利亚占比28.4%，位居第一，中国第二，占比19.5%。中国基本上各省都有锌资源的分布，但内蒙古和云南是主要分布地，分别占中国锌储量的32.5%和22.1%。
- 中国是全球最大的矿产锌生产国，2018年产量约为430万吨，占全球产量的33%。由于中国冶炼锌的规模较大，目前中国仍有约24%锌冶炼原料需进口。

中国矿产锌产量（万吨）

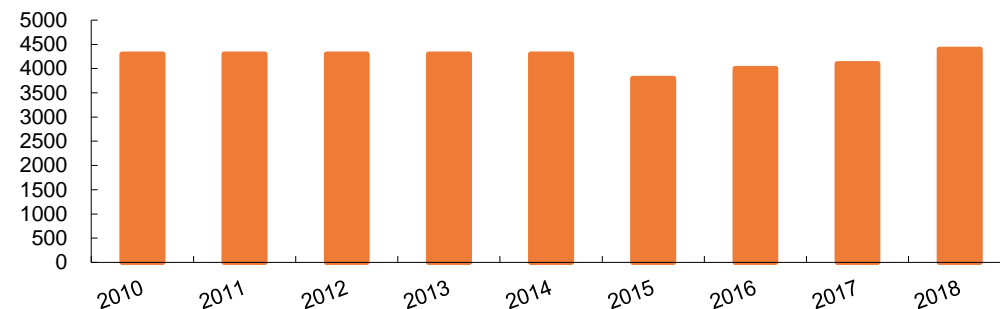


资料来源：Wind，国际铅锌研究小组，平安证券研究所

中国锌储量分布



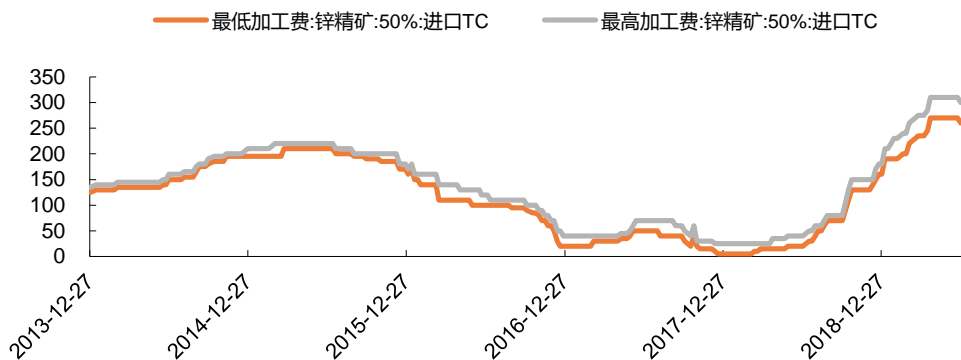
中国锌的储量（万吨）



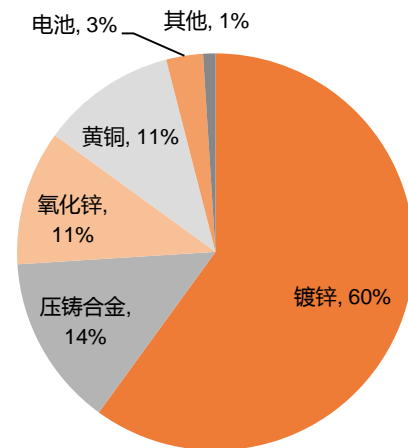
工业金属-锌：供需及未来格局

- 锌主要用于镀锌领域，终端下游中建筑和交通领域消费占比高。受汽车、基建等下游需求较为低迷的影响，需求不乐观。中国是锌生产和消费大国，2018年精炼锌的产量567万吨，约占全球产量的43%，精炼锌的消费量644万吨，约占全球消费量的47%。目前，中国仍需进口部分精炼锌满足国内需求。
- 近年来，随着新扩建项目投产，全球锌矿供给较宽松，中国锌加工费处于较高水平，行业利润向冶炼倾斜。

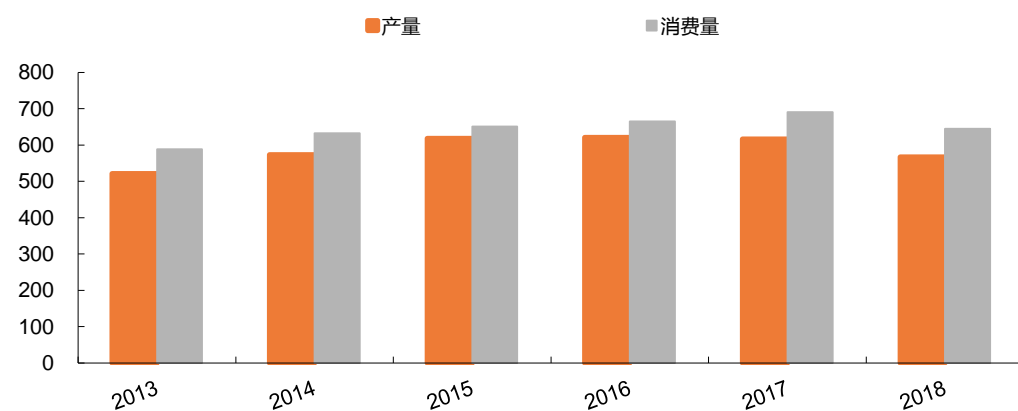
中国锌的加工费走势（美元/吨）



中国锌消费分布



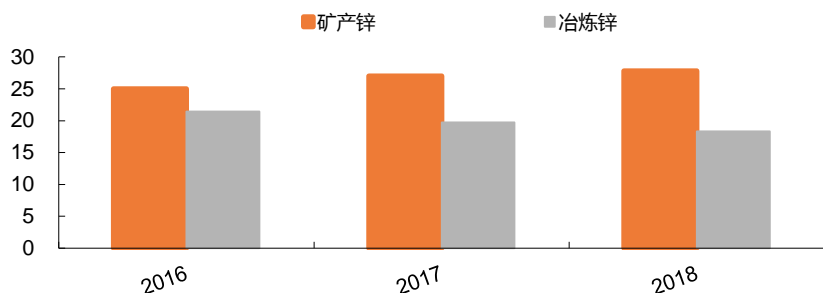
中国精炼锌供需情况（万吨）



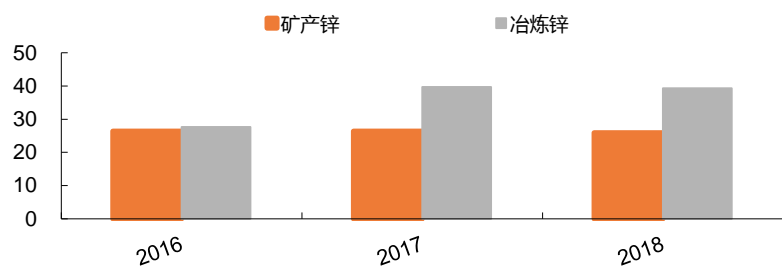
资料来源：Wind，国际铅锌研究小组，平安证券研究所

工业金属-锌：龙头公司

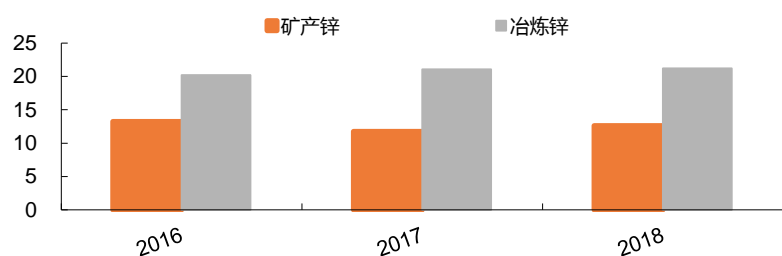
紫金矿业锌产品产量（万吨）



驰宏锌锗锌产品产量（万吨）



中金岭南锌产品产量（万吨）



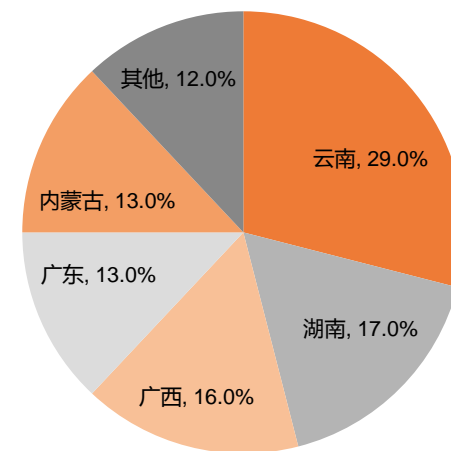
- 紫金矿业：公司锌权益资源量837万吨，分布在国内的新疆、海外俄罗斯、非洲厄立特里亚等。2018年公司矿产锌产量约28万吨，位居A股上市锌企首位；2018年公司冶炼锌产量约18万吨，低于矿产锌。2019年随着并购厄立特里亚Bisha铜锌矿贡献，公司矿产锌产量有望超35万吨。
- 驰宏锌锗：公司拥有铅锌金属资源量超过3000万吨，其中国内铅锌资源储量超过380万吨（备案），加拿大塞尔温项目控制级加推断级铅锌金属量合计2690万吨，为全球未开发的五大铅锌项目之一。2018年公司矿产锌和冶炼锌产量分别约为26万吨和39万吨，均处于行业领先水平。
- 中金岭南：公司拥有凡口铅锌矿、广西盘龙铅锌矿和澳大利亚佩利雅公司三家矿山企业，拥有锌资源量超600万吨。2018年矿产锌和冶炼锌的产量分别为13万吨和21万吨。

资料来源：Wind, 平安证券研究所

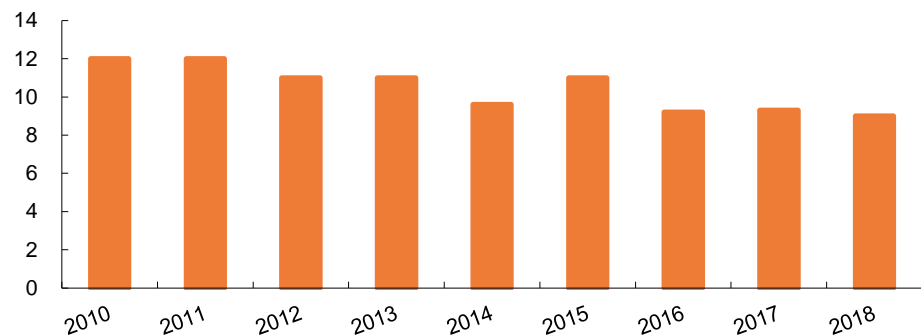
工业金属-锡：资源

- 全球锡的储量为470万吨，其中中国储量110万吨，占比23.4%，位居全球第一，其他主要锡储量国家有巴西、印尼、澳大利亚、俄罗斯等。中国锡资源主要分布在云南、湖南、广西、广东、内蒙古五省。
- 2018年中国矿产锡的产量9万吨，约占全球产量的29%，位居全球第一。由于中国精炼锡的规模较大，目前中国精炼锡所需约50%上游原材料依赖进口，且主要来自缅甸。

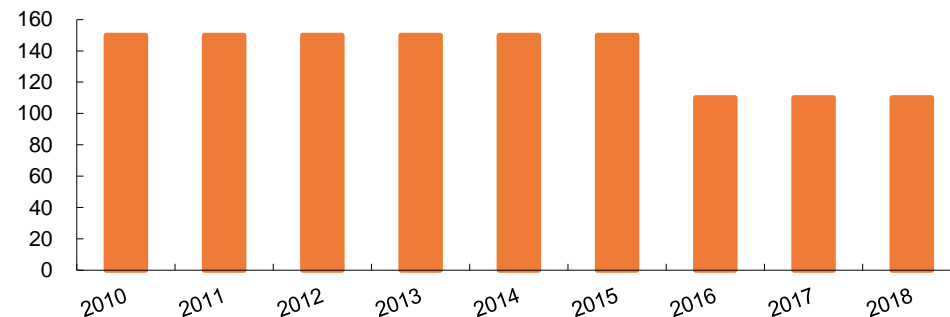
中国锡资源分布



中国矿产锡的产量（万吨）



中国锡的储量（万吨）

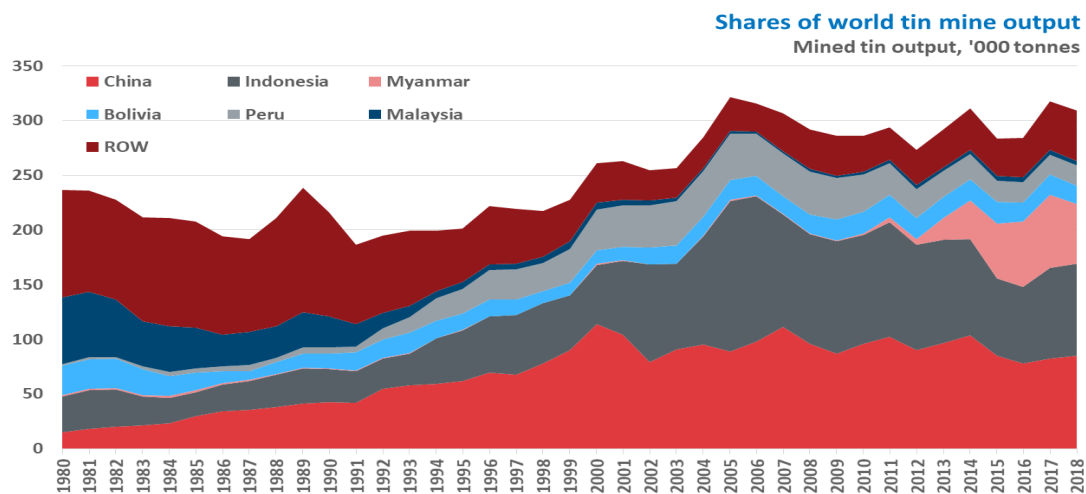


资料来源：Wind, USGS, 平安证券研究所

工业金属-锡：供需及未来格局

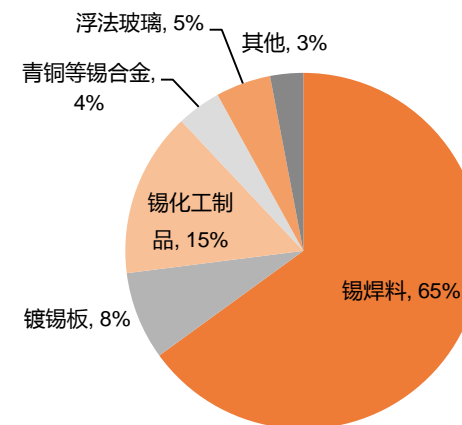
- 和电子相关锡焊料是锡主要下游，受消费电子需求低迷影响，锡需求不振。中国在全球锡生产和消费占据重要地位，2018年精炼锡的产量17.2万吨，约占全球产量47%；精炼锡消费量17.4万吨，约占全球精炼锡需求的46%。
- 2013年起，缅甸锡矿产出快速增加，但不具有可持续性，未来全球锡资源仍将面临资源枯竭问题。行业利润向上游锡矿倾斜。

全球矿产锡产量及分布

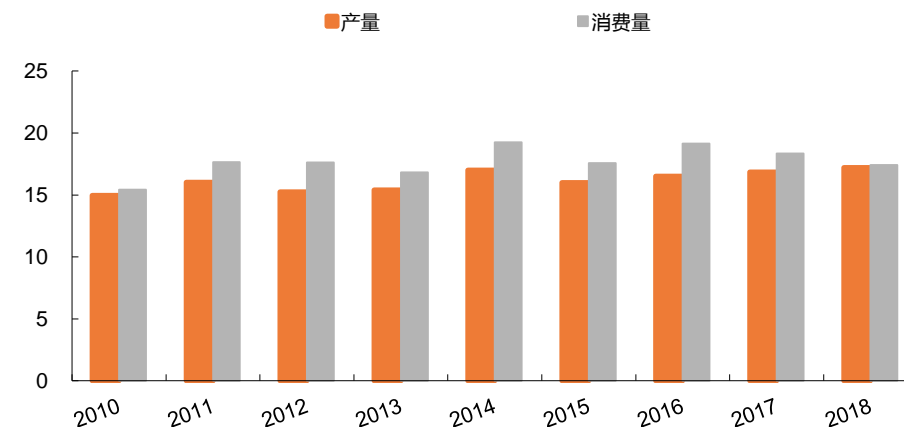


资料来源：Wind，国际锡业协会，平安证券研究所

中国锡消费分布



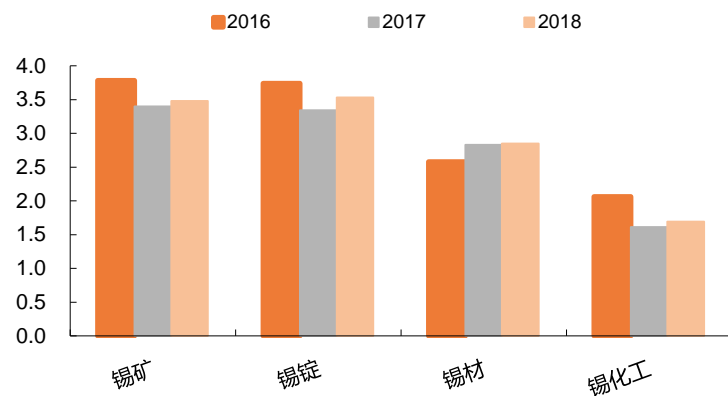
中国精炼锡供需情况（万吨）



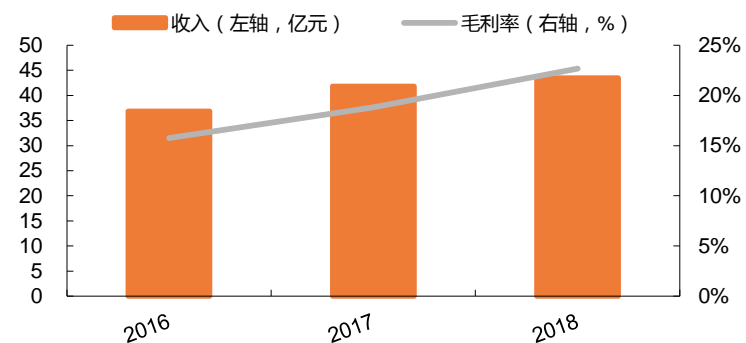
工业金属-锡：龙头公司

- ▶ 锡业股份是A股唯一锡上市公司，拥有锡资源量约74万吨，锡矿自给率约40%。公司是我国最大锡产品生产企业，拥有矿产开采、冶炼到深加工完整产业链，主要产品有锡锭、锡材、锡化工产品等，2018年锡金属国内和全球市占率分别为44%和20%。

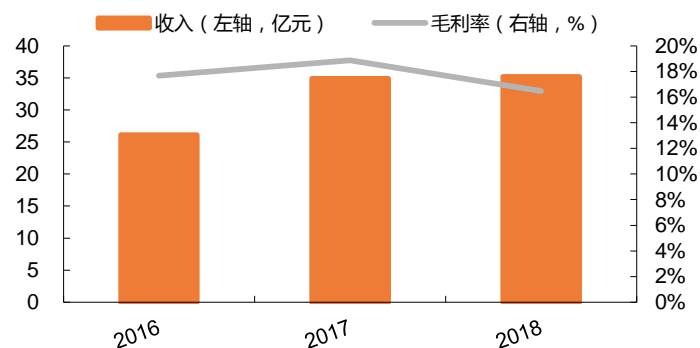
公司锡产品产量 (万吨)



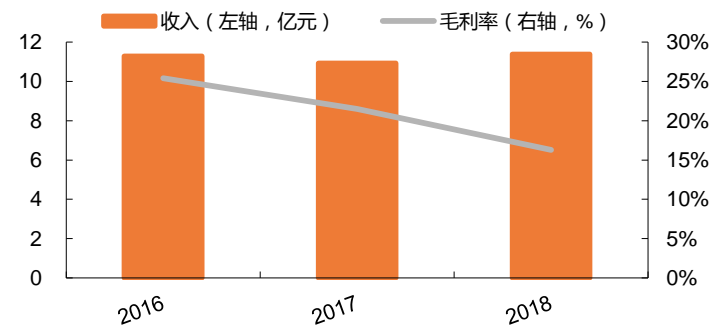
公司锡锭产品收入及毛利率



公司锡材产品收入及毛利率



公司锡化工产品收入及毛利率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

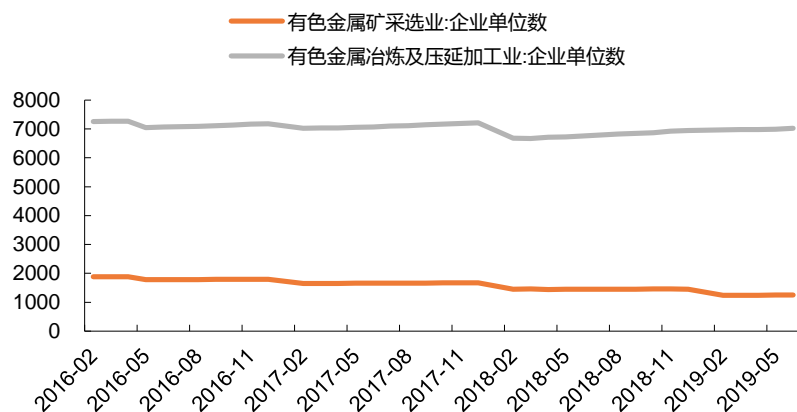
目录 CONTENTS

- ① 工业金属总览
- ② 工业金属子行业及龙头公司分析
- ③ 行业趋势及投资机会
- ④ 风险提示

发展趋势一：环保趋严，行业向龙头公司集中

➤ 工业金属矿产开采以及冶炼存在一定的环境污染。随着国家对环保重视程度提高，新增产能难度提高，环保投入增加，进入门槛将不断提高，促进行业向龙头企业集中，龙头公司长期价值将不断凸显。

有色行业规模以上企业数量呈减少趋势（家）

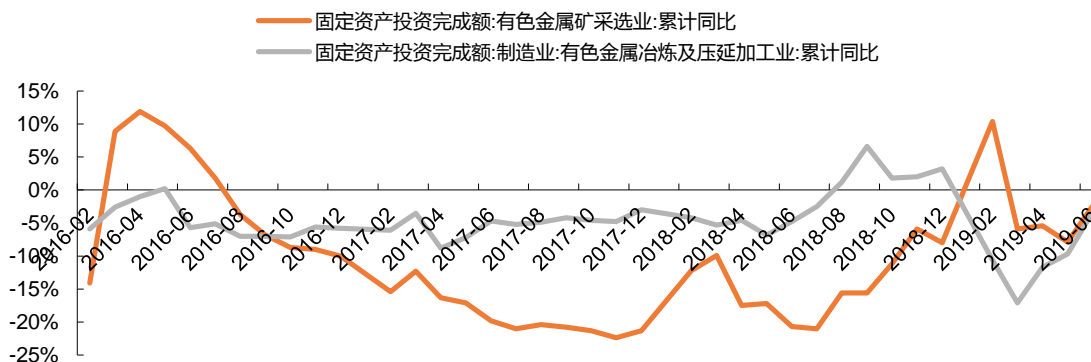


资料来源：Wind，平安证券研究所

有色环保政策趋严

项目	政策
矿山	《全国矿产资源规划（2016—2020年）》：推动绿色矿山和绿色矿业发展示范区建设；构建绿色矿业发展长效机制
废金属	将废五金、废船、废汽车压件、冶炼渣、工业来源废塑料等16种固体废物调整为禁止进口。将废钢铁、铜废碎料、铝废碎料等8个品种固体废物从《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《限制进口类可用作原料的固体废物目录》
环保督查	2016年中央环保督查组首次亮相，环保督查成常态
京津冀及周边地区秋冬季大气污染治理	2017年起，连续两年发布《京津冀及周边地区秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》

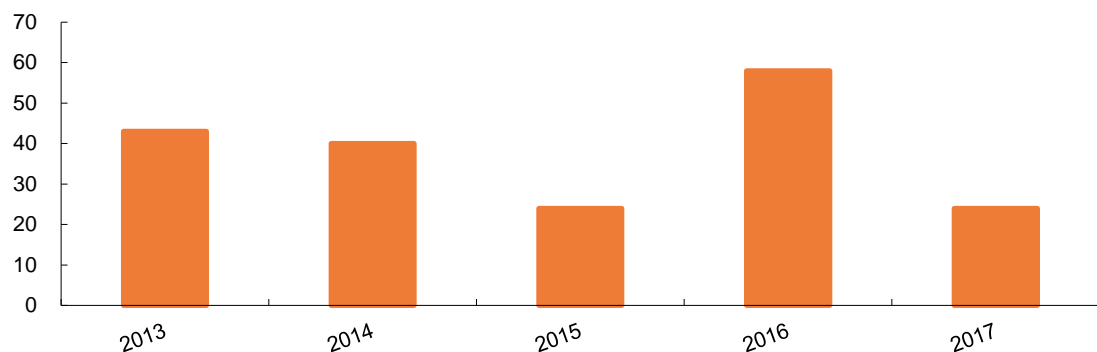
有色固定资产投资受抑制



发展趋势二：破解资源瓶颈，海外并购成必然趋势

- 中国工业金属矿产资源存在不同程度对外依赖度，国内龙头企业纷纷走出国门，进行海外资源并购。龙头企业中紫金矿业、洛阳钼业等并购较为积极，通过并购大幅提升公司实力。
- 未来矿企海外并购仍将延续，考验并购企业整合、融资能力、项目及时点选择、风险控制等能力。具有丰富并购经验公司将获得更大发展机遇。

中国矿企海外并购数量（例）



资料来源：矿业界，晨哨并购

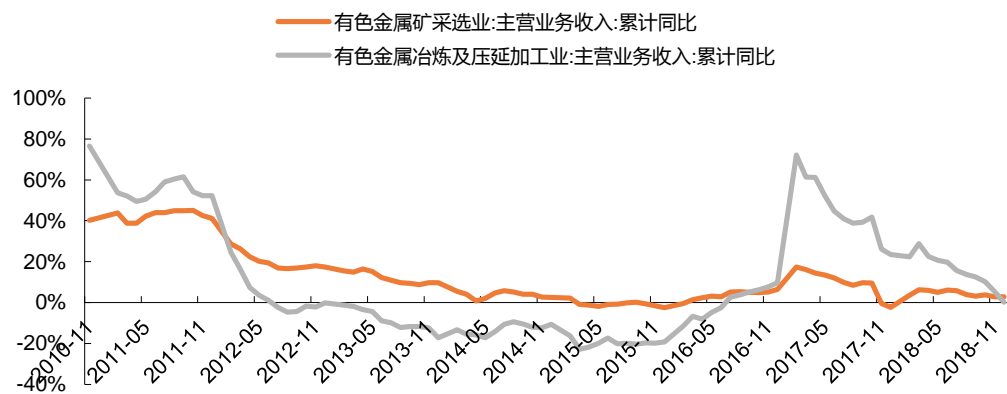
2018年有色重大海外并购案例

买方	卖方	交易金额 (美元)	股权比率
天齐锂业	智利锂生产商SQM	40.66	23.77%
紫金矿业	加拿大矿业公司Nevsun	13.90	100%
鹏欣资源	ARS	11.00	100%
中信金属	加拿大Ivanhoe矿业	5.60	19.9%
洛阳钼业	全球金属贸易平台商Louis Dreyfus Company Metal	4.95	100%
紫金矿业	塞尔维亚国有铜业公司RTB BOR集团	3.50	63%
山东黄金	加拿大Barrick Gold Corporation 股权	3.00	-
赤峰黄金	MMG Laos Holdings Limited	2.75	100%

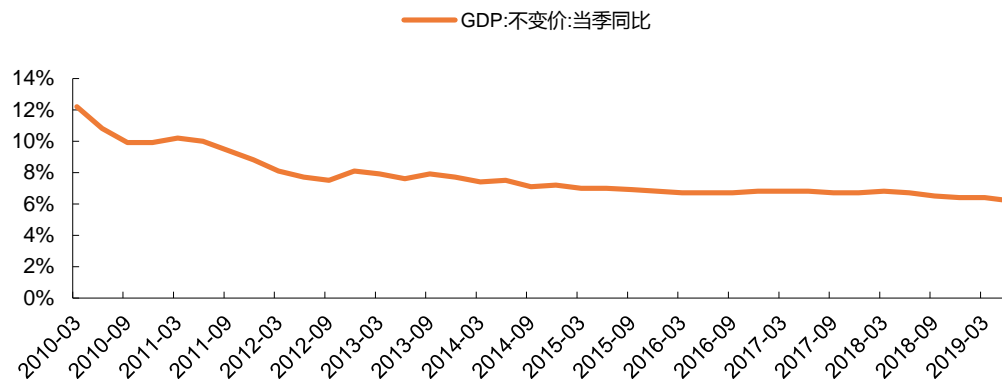
发展趋势三：需求减速，步入综合实力竞争阶段

- 工业金属作为基础性的原材料，下游分布广泛，和宏观经济的发展息息相关。随着中国经济增长进入“新常态”，对工业金属需求的拉动减弱，工业金属需求增长将趋缓。
- 依靠单纯扩规模的粗放型增长模式，在需求减速的背景下将遭遇瓶颈，工业金属企业的竞争将进入围绕资源开发、产能布局、库存成本控制、融资安排等综合竞争阶段，对企业精细化管理要求更高，拥有优秀管理团队和良好治理结构公司有望脱颖而出。

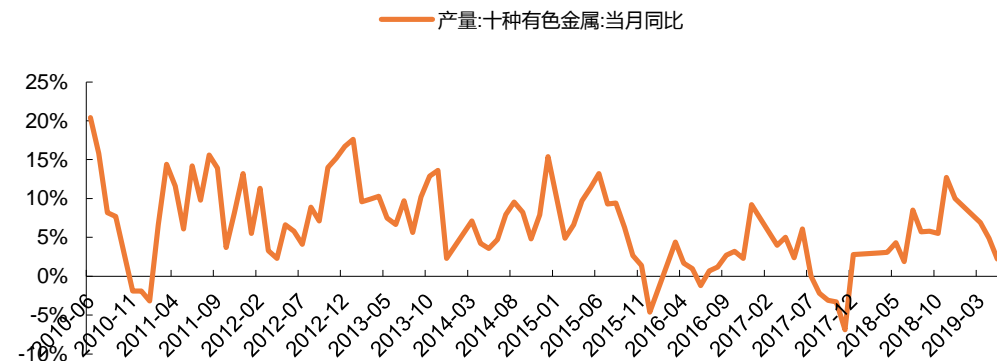
中国有色行业收入增速



中国GDP增速放缓



中国十种有色金属产量增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

目录 CONTENTS

- ① 工业金属总览
- ② 工业金属子行业及龙头公司分析
- ③ 行业趋势及投资机会
- ④ 风险提示

风险提示

- **需求低迷风险。**如果未来全球及中国经济复苏乏力、固定资产投资和消费低迷，或者国际贸易争端增加，有色金属需求将受到较大的影响，并进一步影响有色行业景气度和相关公司的盈利水平。
- **供给侧改革和环保政策低于预期的风险。**如果未来供给侧改革和环保政策变化或者实施效果低于预期，将削弱供给侧改革已取得的成效，有色行业可能重新陷入产能过剩的状态。
- **价格和库存大幅波动的风险。**有色行业具有周期属性，且存在现货和期货市场，价格和库存除了受供需影响外，还受到其他诸多因素影响，波动较为频繁。如果未来因预期和非预期因素影响，有色价格和库存出现大幅波动，将对有色公司经营和盈利产生重大影响。

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。