

有色行业：多重分化下的投资逻辑与交易机会

——“不一样的财报解读”系列之2019年中报

2019年09月09日

看好/维持

有色金属 | 行业报告

| | | | |
|------|---------|-------------------------|-----------------------|
| 分析师 | 郑闵钢、胡道恒 | 执业证书编号：S1480510120012 | 执业证书编号：S1480519080001 |
| 研究助理 | 张天丰 | 联系方式：tfzhang901@126.com | 执业证书编号：S1480118100014 |

周期底部的显性特征。有色行业的多维度数据显示其周期底部特征已较为显著。营收及利润增速、利润率水平的弱化、长短期借款及货币现金增速的弱化及分化、负债率的偏高与行业存货周转及应收账款的增加均显示出当前行业已经处于系统性的弱化阶段（以20年数据观察）。而与纵向的历史数据相比，当前有色行业各项增速数据已处于2009及2015年的水平，而该时段分别是宏观的系统性风险（次贷危机）及国内的金融去杠杆叠加环保限产限运及大宗环境去杠杆等政策性风险的集中释放；考虑到当前贸易争端导致的系统性风险发酵（表现为订单的去化及企业信心指数的全面性弱化），行业或已进入周期底部区域。

周期底部的多重分化。分化是今年交易有色资产时难以忽视的问题，分化分别体现为企业、行业及产业。宏观周期的系统性弱化与企业资本支出周期扩张的不匹配导致有色行业整体流动性风险开始显现，由此带来的是融资能力及公司资质相对薄弱的民营企业出现一致性的高质押率风险，对于所谓雷的忧虑带动资本的配置向有色行业龙头企业聚拢，并推动了相关的资源及业务进一步出现头部效应，这是企业的分化。全球宏观环境的弱化导致有色行业因需求预期的不足而缺少系统性交易机会，由此造成了因供应端超预期收缩所带来的行业间的事件性机会（表现为稀土、铝、钴、镍及锡等）。但由于缺乏需求端的系统性支持，所以事件性机会在年内更多以时点性交易方式显现，表现为权益类资产的股价及估值弹性依据所对应的基金属价格而急剧放大（右侧交易特征尤其明显），以空间换时间所带来的高效性对市场的交易能力形成考验。年内有色行业的事件性交易机会几乎均为供应端超预期扰动带来的时点性行情，需求的意义在年内的有色市场中逐渐淡化，这是行业的分化。从产业链角度观察，利润向上游及下游聚拢，其中上游矿采选及下游产成品业的订货景气度及投资景气度均在年内出现不同程度的修复，显示出该行业订单状况的相对好转及企业整体扩张信心的增强；而中游冶炼企业的各项指标却有不同程度弱化，当然这一方面和上游矿端更为强势所导致的冶炼利润降低有关（以铜实际成交TC价格大幅低于长协价格为例），另一方面也与下游企业的库存周期逆转化有关，这是产业的分化。

周期底部的交易性机会。有色行业可大体关注两个交易逻辑，其一**是产业端优化所带来的供需基本面持续强化的逻辑**，其二**则是阶段性供需超预期显现的时点性机会**。从产业端的投资逻辑考虑，产业链上中下游的溢价将分别聚焦于供应聚拢性、生产规模有效性、技术特性及需求有效性。最上游的矿企将依然享有资源垄断所带来的溢价效应，其中铜精矿、铝土矿、贵金属、钴、锂及稀土等上游资源垄断度的持续提升意味着在中国相关基础冶炼产能及加工产能充足下所对应的矿企利润将依然巨大，这点从矿采选企业的低产成品库存率及相对偏高的毛利水平已经可以体现。中游企业的利润将主要基于生产规模所能带来的经济效益，此外，副产品收益对于冶炼企业的利润亦将十分重要。而从下游观察，有色端的新材料、新技术等相关生产企业将受益于科技创新、产业升级及政策鼓励而有相对溢价，其中新型合金金属生产的相关企业将受益（包括高导、耐热、耐蚀、磁性及钛合金等），企业溢价将通过产品技术的特性、市占率、政策友好度及实际的需求层面得以体现。从品种角度观察，贵金属的黄金将是贯穿数年的交易标的，黄金资本属性因巴塞尔协议III的转变意味着黄金需求曲线的实质性扩张，而这无疑会带动黄金流动性属性及资本属性的进一步释放，从而推动黄金避险溢价的显现。白银的弹性是需要关注的问题，白银后续的涨势或将聚焦于5G行业及光伏产业的发展，即白银在偏高金银比的背景下依然有做多的安全边际，但白银的实际工业需求或需后续工业数据的相关证伪。此外，稀土行业作为战略性的资源品种，在腾冲依然闭关及国内稀土生产配额限制下或有资源类的溢价显现。

从阶段性的供需角度观察，供应超预期的收缩及库存周期的逆转或是时点性可供交易的要素。供应的超预期收缩主要取决于政府及企业的相关生产限制政策，从阶段性迸发的事件观察，稀土、钴、铝、镍等相关金属品种的价格均因供应端的超预期收紧而出现极速上涨，与之对应的是相关权益类资产价格和估值也出现了快速上修，这是未来一段时间内还有可能发生的事件性（时点性）交易机会。此外，从需求端的角度观察，年内以铜铝为主的基本金属板块或受益于企业库存周期的逆转而有所溢价，表现为以基建等项目为主的投资在国庆过后或会有所发力。考虑到当前有色企业偏低的原材料及产成品库存水平（均为40%左右），预计政府订单的增加会推动企业生产规模的放大，从而推动企业补库行为显现。企业库存行为由阶段性的主动去产成品库存+被动补原材料库存转至主动补原材料库存，将会推动工业金属现货需求的释放及现货升水的高企，并由此带来基本金属的显性库存去化，从而会进一步推动基本金属价格的上涨并推动相关板块估值水平的阶段性提升。

风险提示：金属价格系统性下跌；宏观环境急速恶化；政府Q4支出不及预期。

目 录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 行业处于周期底部区域 | 3 |
| 1.1 有色行业：增收不增利，处于周期底部区域 | 3 |
| 1.2 子板块：事件性因素带动板块分化，价格强弱是板块强弱主因 | 4 |
| 1.3 公司：市场集中度进一步提升，分化有所加剧 | 4 |
| 1.4 产业链出现分化：上游及下游偏强，中游弱化 | 6 |
| 2. 有色板块估值已有安全边际 | 8 |
| 3. 有色行业的投资建议 | 10 |
| 4. 风险提示 | 10 |

插图目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图 1：营收及同比增速（2003-2019H1） | 3 |
| 图 2：归母净利润及同比增速（2003-2019H1） | 3 |
| 图 3：毛利率及净利率（2003-2019H1） | 3 |
| 图 4：长短期借款及货币资金增速（2003-2019H1） | 3 |
| 图 5：子板块资产负债率（%）（2003-2019H1） | 4 |
| 图 6：子板块净资产收益率（%）（2003-2019H1） | 4 |
| 图 7：产成品存货同比增速（2004-2019） | 6 |
| 图 8：固定资产投资完成额累计同比（2004-2019） | 6 |
| 图 9：负债合计同比增速（1999-2019） | 7 |
| 图 10：资产负债率（1999-2019） | 7 |
| 图 11：消费者及企业家信心指数 | 7 |
| 图 12：投资者信心指数 | 7 |
| 图 13：有色行业订货、投资及用工景气指数走势图 | 8 |
| 图 14：有色产业链上中下游各毛利水平 | 8 |
| 图 14：申万有色行业 PE（TTM）走势图 | 8 |
| 图 15：申万有色行业 PB（LF）走势图 | 9 |
| 图 16：申万有色行业 PS 走势图 | 9 |
| 图 17：申万有色行业 PCF 走势图 | 9 |

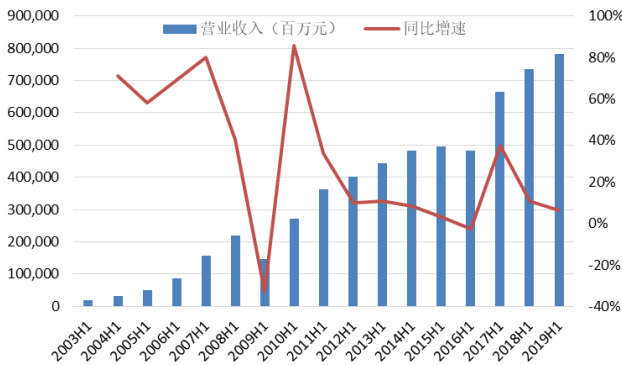
表格目录

| | |
|-------------------------|----|
| 表 1：有色行业营收排名前十公司 | 5 |
| 表 2：有色行业营收排名前十公司 | 5 |
| 表 3：有色行业股权质押率排名前十 | 6 |
| 表 4：有色及部分子板块 PE 分位数均值统计 | 10 |

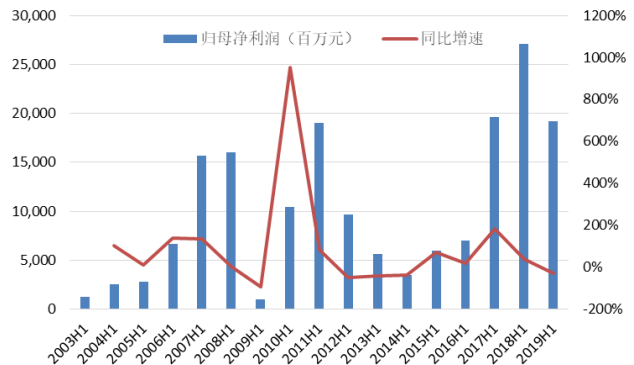
1. 行业处于周期底部区域

1.1 有色行业：增收不增利，处于周期底部区域

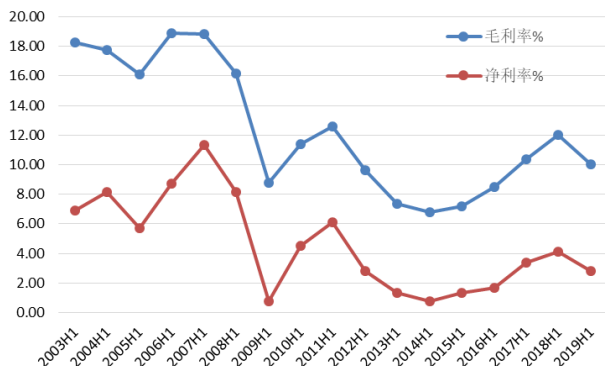
2019 年上半年，有色金属行业实现总营收 7814.83 亿元，同比增长 6.27%，较去年同期增速下滑 4.4 个百分点；实现归母净利润 191.56 亿元，同比下降 29.21%，较去年同期增速下滑 67 个百分点。行业毛利率 10.05%，净利率 2.82%，均现明显的下滑迹象。长短期借款及货币资金同比增速分别为 3.6%、0.69%，；而存货周转天数、应收账款周转天数分别为 64.73 天、18.32 天，整体数据从环比及同比角度上均出现不同程度回落，反映出当前有色行业景气度的实质性疲弱。从 20 年周期观察，有色行业或再度处于长周期的底部区域。纵向的数据显示，有色的营收及利润增速、长短期借款及货币资金增速等指标均处于 2009 及 2015 年水平，而该时段分别是宏观的系统性风险（次贷危机）及金融去杠杆叠加环保限产等政策性风险的集中释放；考虑到当前贸易争端导致的系统性风险发酵，多维度数据表明行业或因宏观变量影响进入周期底部区域。

图 1：营收及同比增速（2003-2019H1）


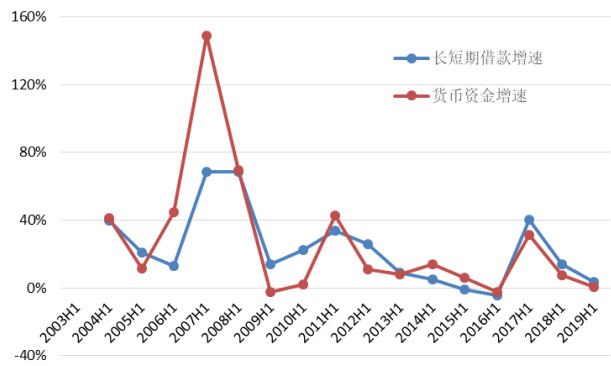
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：归母净利润及同比增速（2003-2019H1）


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：毛利率及净利率（2003-2019H1）


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：长短期借款及货币资金增速（2003-2019H1）


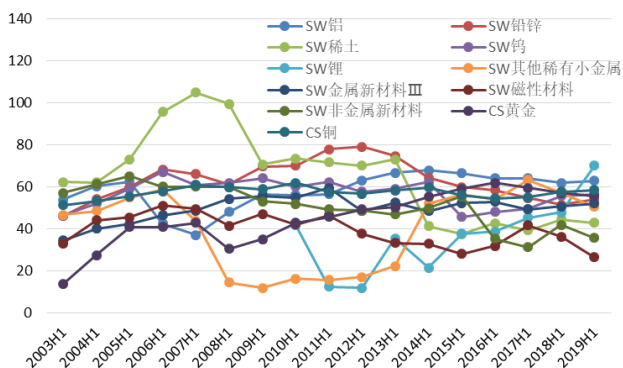
资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 子板块：事件性因素带动板块分化，价格强弱是板块强弱主因

上半年有色行业各子板块明显分化，基本金属板块较为稳定，小金属板块业绩波动较大。受益于北方稀土收入的大幅增长，稀土子板块 H1 营收增速高达 42.58%，成为有色营收表现最好的子板块；黄金板块受益于价格上涨行情，表现次之。钨、锂及其他稀有金属板块 H1 净利润同比下滑 66.60%、81.21%及 70.38%，为表现最弱子版块，其盈利能力下滑主要受钨、锂、钴等金属产品价格大幅下跌，存货计提减值等因素影响。

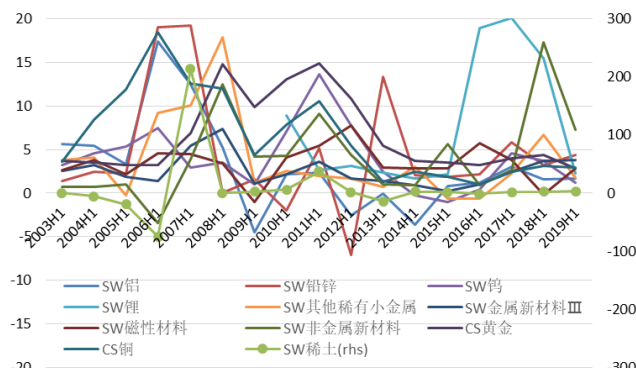
资产负债率方面，各子板块基本保持平稳（为数据平滑，黄金和铜选取中信三级子行业，其余为申万三级子行业）。锂板块 H1 资产负债率高达 70.02%，较去年上升 22 个百分点，成为负债率最高的板块。其主要归结于天齐锂业为收购 SQM 部分股权大幅增加贷款。锂供给端过剩导致价格持续下跌，已进入生产商成本区间，举债并购的举动显示业内龙头企业在周期底部为提升市占率而展现出的扩张意愿，高负债或将成为行业未来一段时间内的常态。ROE 方面，锂和非金属新材料下降较快，或进入负区间；稀土板块则连续 3 年保持上升，显示出较强的景气度。

图 5：子板块资产负债率 (%) (2003-2019H1)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 6：子板块净资产收益率 (%) (2003-2019H1)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.3 公司：市场集中度进一步提升，分化有所加剧

有色行业公司的营收集中度出现进一步提升。营收排名第一为江西铜业，营业收入 1050.43 亿元，归母净利润 13 亿元；第十位为中金黄金，营业收入 167.07 亿元，归母净利润 0.73 亿元。排名前十公司合计营收占全行业 58.7%，较去年同期 55.2% 提高 3.5 个百分点，集中度的进一步提升反映了行业下行周期中，龙头企业抵御风险能力要显著强于中小企业的特征。从所属子行业及生产环节角度观察，营收前十有 5 家属于铜子板块，产品多属于冶炼加工环节（阴极铜），符合冶炼行业高营收低毛利但运行稳定的行业特点。

从营收增速和净利增速观察，稀土和黄金板块的相对强势带动相关公司盈利出现增长。排名前十的公司中，

稀土占据三席，与其板块的高增长数据相互印证。西部黄金和赤峰黄金排名营收增速前三，但利润增速未进前十，收入增长传导至利润尚需时间，这同样与黄金子板块增收不增利的统计数据相一致。

股权质押率方面，民营有色企业的质押率普遍偏高且整体质押率均在 40% 以上。从高民营质押率角度观察，反映出经济增速调整周期中民营企业抗风险能力及现金流获得能力的弱态化；这种相对偏高的质押风险加剧了有色企业的头部效应并提升了行业的集中度，也显示了企业间的分化加剧。

表 1：有色行业营收排名前十公司

| 公司名称 | 代码 | 营业收入(百万元) | 资产负债率% | 市值(20190630) | 所属子行业 | 所属环节 |
|------|-----------|-----------|--------|--------------|---------|-------|
| 江西铜业 | 600362.SH | 105042.93 | 57.79 | 453.58 | 铜 | 上游&中游 |
| 中国铝业 | 601600.SH | 94940.10 | 66.63 | 608.79 | 铝 | 上游&中游 |
| 紫金矿业 | 601899.SH | 67198.40 | 59.67 | 811.97 | 黄金 III | 上游&中游 |
| 铜陵有色 | 000630.SZ | 46859.48 | 59.82 | 258.95 | 铜 | 上游&中游 |
| 山东黄金 | 600547.SH | 31194.66 | 49.91 | 829.88 | 黄金 III | 上游&中游 |
| 白银有色 | 601212.SH | 26688.24 | 69.63 | 325.07 | 铜 | 上游&中游 |
| 云南铜业 | 000878.SZ | 25653.90 | 69.54 | 180.68 | 铜 | 上游&中游 |
| 锡业股份 | 000960.SZ | 22032.54 | 58.03 | 186.40 | 其他稀有小金属 | 上游&中游 |
| 海亮股份 | 002203.SZ | 20899.75 | 62.13 | 211.22 | 铜 | 下游 |
| 中金黄金 | 600489.SH | 16706.50 | 49.85 | 354.43 | 黄金 III | 上游&中游 |

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 2：有色行业营收排名前十公司

| 营收增速前十 | | | | 净利润增速前十 | | | |
|--------|-----------|---------|---------|---------|-----------|-----------|----------|
| 公司 | 代码 | 所属申万子行业 | 同比增速 | 公司 | 代码 | 所属申万子行业 | 同比增速 |
| 五矿稀土 | 000831.SZ | 稀土 | 245.97% | 宏创控股 | 002379.SZ | 铝 | 5881.87% |
| 西部黄金 | 601069.SH | 黄金 III | 230.85% | 宁波富邦 | 600768.SH | 铝 | 4006.80% |
| 赤峰黄金 | 600988.SH | 黄金 III | 165.46% | 安泰科技 | 000969.SZ | 金属新材料 III | 858.56% |
| 盛达矿业 | 000603.SZ | 铅锌 | 127.66% | 宏达股份 | 600331.SH | 铅锌 | 410.47% |
| 宏创控股 | 002379.SZ | 铝 | 109.02% | 广晟有色 | 600259.SH | 稀土 | 317.32% |
| 有研新材 | 600206.SH | 非金属新材料 | 73.61% | 嘉元科技 | 688388.SH | 铜 | 257.06% |
| 嘉元科技 | 688388.SH | 铜 | 69.39% | 云铝股份 | 000807.SZ | 铝 | 232.98% |
| 鹏欣资源 | 600490.SH | 铜 | 57.38% | 英洛华 | 000795.SZ | 磁性材料 | 230.78% |
| 电工合金 | 300697.SZ | 铜 | 54.87% | 宝钛股份 | 600456.SH | 其他稀有小金属 | 225.00% |
| 北方稀土 | 600111.SH | 稀土 | 49.62% | 电工合金 | 300697.SZ | 铜 | 127.52% |

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 3：有色行业股权质押率排名前十

| 公司 | 代码 | 质押比例% |
|--------|-----------|-------|
| 国城矿业 | 000688.SZ | 65.16 |
| *ST 刚泰 | 600687.SH | 59.85 |
| *ST 中孚 | 600595.SH | 58.48 |
| 兴业矿业 | 000426.SZ | 58.17 |
| 宏达股份 | 600331.SH | 52.47 |
| 华钰矿业 | 601020.SH | 49.48 |
| 盛达矿业 | 000603.SZ | 47.99 |
| 精艺股份 | 002295.SZ | 44.68 |
| 鹏欣资源 | 600490.SH | 43.99 |
| 西藏珠峰 | 600338.SH | 42.58 |

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

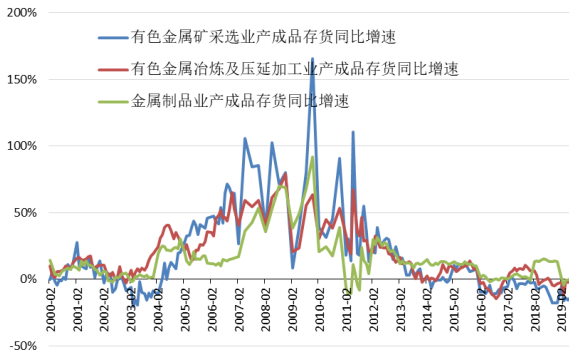
1.4 产业链出现分化：上游及下游偏强，中游弱化

有色金属行业从产业链环节可分为矿采选业、冶炼及压延加工业、金属制品业。从产业链的投资及库存周期观察，各个环节仍处收缩阶段，表现为企业仍在主动去产成品库存及进行投资性的主动收缩，这从侧面反映出企业整体订单量的减少及行业景气度的回落。其中矿采选业连续 24 个月同比增速为负，表明整体有色行业最上游的产出因矿石品味降低及相关区域性限产限运政策等影响而受限，上游产出的受限递导至中游表现为冶炼企业受加工费下滑及环保限产影响而产出整体不长，从中游往下游递导的过程中可以发现整体金属制品的库存相对偏高，尤其是 2018 年初阶段下游企业有经历了一波主动扩大生产从而推动产成品增长的阶段，但随着贸易战的发酵及订单的超预期恶化，最下游的产成品库存开始出现明显的主动去化，这导致了企业整体开工意愿的缩减。

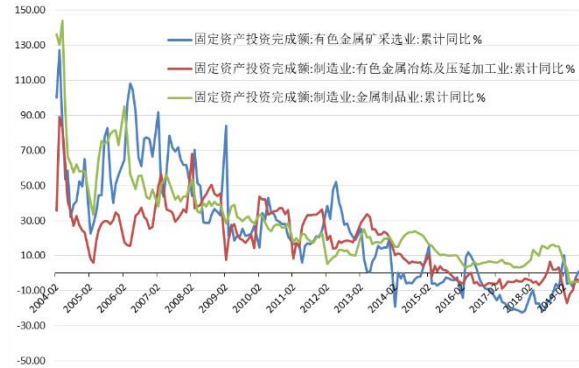
数据方面，矿采选、冶炼加工及制品业的产成品库存同比增速为-13.98%、-0.99%、0.32%，基本处于负区间，长周期看当前最接近 2003 年情况。从资本支出及负债角度观察，固定资产投资完成额累计同比 1.00%、-3.80%、-5.20%，已经处于近 15 年以来的低位。而另一方面，矿采选业的负债率升至自 2005 年以来的相对高位，尤其是最上游的矿采选业负债率扩张较高，反映出企业资本周期与宏观周期出现的不同步。考虑到矿山从勘探到产出的巨额资本开支要求及现金流回报期的滞后性，这意味着有色矿采选业的业绩弹性可能较其他两个子行业更大。

图 7：产成品存货同比增速（2004-2019）

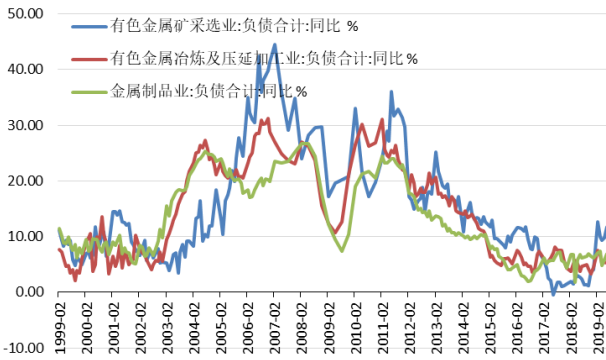
图 8：固定资产投资完成额累计同比（2004-2019）



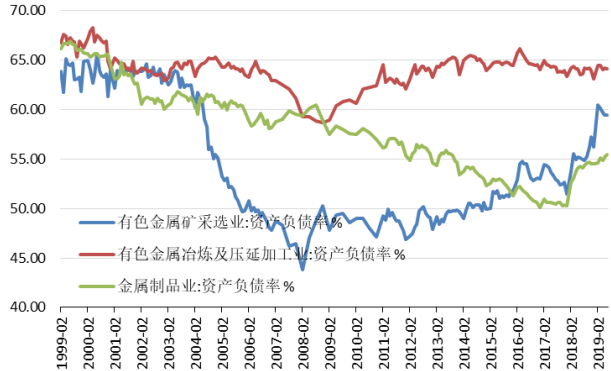
资料来源：Wind，东兴证券研究所



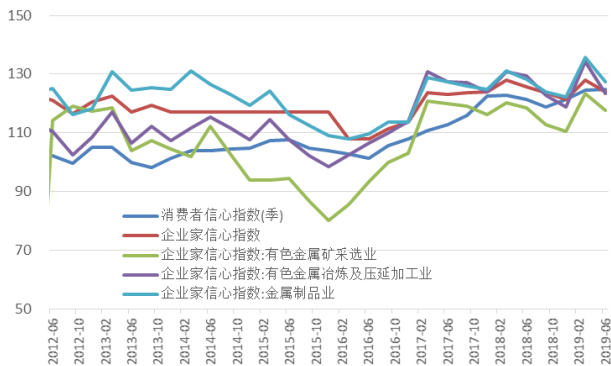
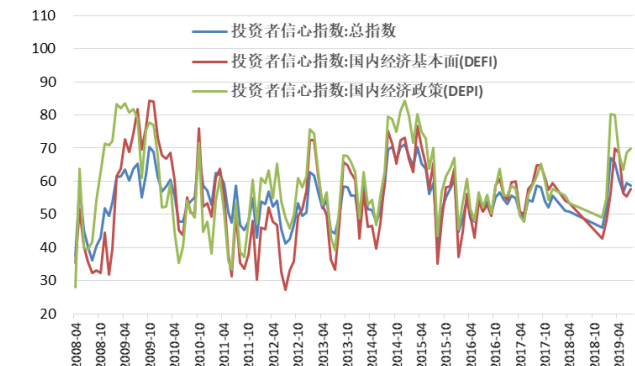
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 9： 负债合计同比增速（1999-2019）


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10： 资产负债率（1999-2019）


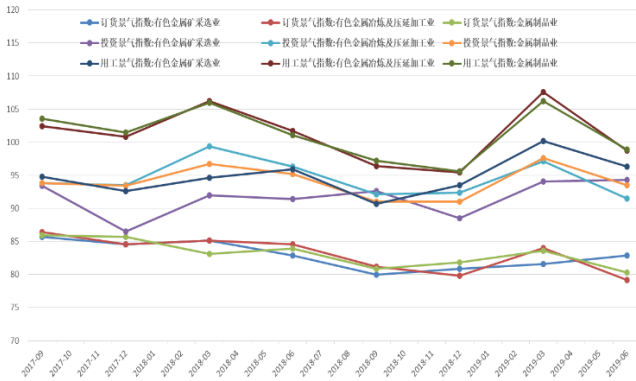
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 11： 消费者及企业家信心指数

图 12： 投资者信心指数


资料来源：Wind，东兴证券研究所

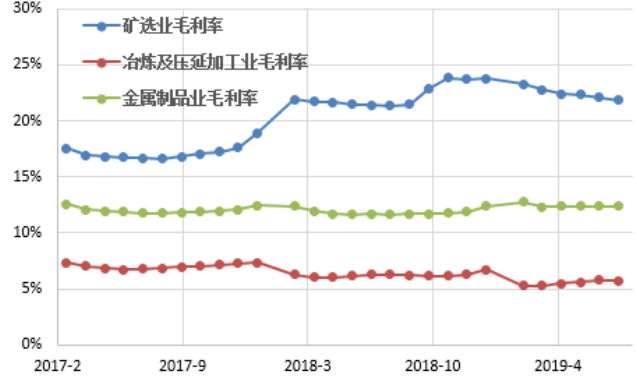
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 13：有色行业订货、投资及用工景气指数走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 14：有色产业链上中下游各毛利水平



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 有色板块估值已有安全边际

有色行业整体估值降至历史低位，已有一定安全边际。当前行业整体市盈率(PE-TTM)为 38.48，为十年 33.98%分位，处于较低值，接近 2012-2014 年水平。分板块看，工业金属（选取铜、铝、铅锌）板块趋势与行业整体保持一致。黄金板块则高于均值，处于 75.98%分位。2019 年以来全球经济整体疲软，工业金属需求整体偏弱，多数行业处于去库存阶段，相关公司估值水平也降至历史低位。黄金则持续走强，带动了相关板块公司估值水平的提升。

图 15：申万有色行业 PE (TTM) 走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 16：申万有色行业 PB（LF）走势图



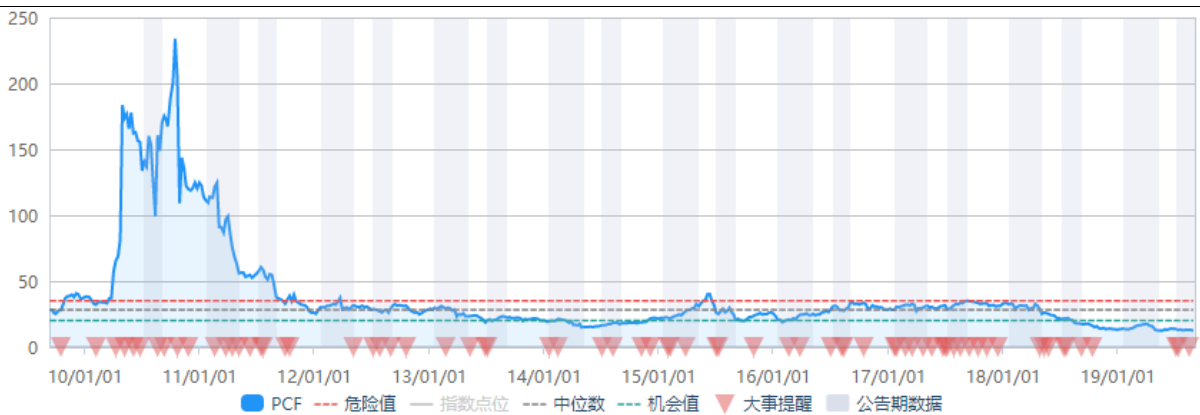
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 17：申万有色行业 PS 走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 18：申万有色行业 PCF 走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 4：有色及部分子板块 PE 分位数均值统计

| | | PE-TTM | 十年分位 | 十年均值 | 当前较十年均值距离 |
|--------|-----------|--------|--------|-------|-----------|
| HS300 | 000300.SH | 12.27 | 48.44% | 13.1 | 6.76% |
| 申万有色金属 | 801050.SI | 38.48 | 33.98% | 57.82 | 50.26% |
| 铜板块 | 850552.SI | 31.17 | 27.54% | 58.5 | 87.68% |
| 黄金板块 | 850531.SI | 50.63 | 75.98% | 42.54 | -15.98% |
| 铝板块 | 850551.SI | 37.34 | 21.29% | 67.02 | 79.49% |
| 铅锌板块 | 850553.SI | 45.49 | 38.87% | 63.48 | 39.55% |

资料来源：Wind，东兴证券研究所

3. 有色行业的投资建议

从投资角度观察，有色行业可大体关注两个逻辑，其一是产业端优化所带来的供需基本面持续强化的逻辑，其二则是阶段性供需超预期显现的时点性机会。

从产业端的投资逻辑考虑，产业链上中下游的溢价将分别聚焦于供应聚拢性、生产规模有效性及技术升级与需求释放所显现。最上游的矿企将依然享有资源垄断所带来的溢价效应，其中铜精矿、铝土矿、贵金属、钴、锂及稀土等上游资源垄断度的持续提升意味着在中国相关基础冶炼产能及加工产能充足下所对应的矿企利润将依然巨大，这点从矿采选企业的低产成品库存率及相对偏高的毛利水平已经可以体现。中游企业的利润将主要基于生产规模所能带来的经济效益，此外，副产品收益对于冶炼企业的利润亦将十分重要。而从下游观察，有色端的新材料、新技术等相关生产企业将受益于科技创新、产业升级及政策鼓励而有相对溢价，其中新型合金金属生产的相关企业将受益（包括高导、耐热、耐蚀、磁性及钛合金等），企业溢价将通过产品技术的特性、市占率、政策友好度及实际的需求层面得以体现。

从阶段性的供需角度观察，供应超预期的收缩及库存周期的逆转或是时点性可供交易的要素。供应的超预期收缩主要取决于政府及企业的相关生产限制政策，从阶段性迸发的事件观察，稀土、钴、铝、镍等相关金属品种的价格均因供应端的超预期收紧而出现极速上涨，与之对应的是相关权益类资产价格和估值也出现了快速上修，这是事件性所带来的时点性交易机会。此外，从需求端的角度观察，年内以铜铝为主的基本金属板块或受益于企业库存周期的逆转而有所溢价，表现为以基建等项目为主的投资在十一过后或会有所发力，考虑到当前有色企业偏低的原材料及产成品库存水平（均为 40%左右），预计政府订单的增加将会推动企业生产规模的放大，从而推动企业的补库行为显现，这意味着企业库存行为将由阶段性的主动去产成品库存+被动补原材料库存转至主动补原材料库存。企业的主动补库将会推动工业金属现货需求的释放及现货升水的高企，并由此带来基本金属的库存去化，从而会进一步推动基本金属价格的上涨并由此带动相关板块估值水平的阶段性提升。

4. 风险提示

金属价格系统性下跌；宏观环境急速恶化；政府 Q4 支出不及预期。

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

胡道恒

清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。3 年证券从业经验，2019 年加入东兴证券研究所，从事有色金属行业研究。

研究助理：张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。10 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理，东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖，中金所股指期货做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。