

盛达资源(000603.SZ)/有色金属
极具成长性的白银龙头
评级: 买入 (维持)
市场价格: 14.23
分析师: 谢鸿鹤
执业证书编号: S0740517080003

电话: 021-20315185

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

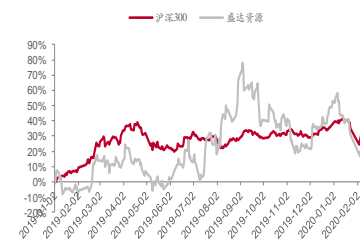
分析师: 李翔
执业证书编号: S0740518110002

电话: 0755-22660869

Email: lixiang@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	690
流通股本(百万股)	587
市价(元)	14.23
市值(百万元)	9818
流通市值(百万元)	8346

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1、《盛达资源半年报点评: 并购“量”增明显, 白银龙头再起飞》-20190825
- 2、《盛达矿业: 优质资产注入, 白银龙头再起航》-20181115

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1096.02	2401.82	2680.17	3065.96	4004.84
增长率 yoy%	59.68%	119.14%	11.59%	14.39%	30.62%
净利润	283.77	411.06	460.22	574.92	785.70
增长率 yoy%	40.41%	44.86%	11.96%	24.92%	36.66%
每股收益(元)	0.411	0.596	0.667	0.833	1.139
每股现金流量	0.760	1.145	1.086	1.589	1.661
净资产收益率	11.64%	22.62%	22.11%	23.83%	27.42%
P/E	33.60	23.20	20.72	16.59	12.14
PEG	1.27	0.96	N/A	N/A	N/A
P/B	3.91	5.25	4.58	3.95	3.33

备注: 股价为 2020 年 2 月 19 日收盘价

投资要点

- **厚积: 稳健经营, 业绩稳步增长。**公司一直稳扎稳打, 受益于较高的银品位, 虽然受到明显的贵金属价格周期影响, 但仍保持 20% 以上的净利润率水平; 并且一直保持较低的负债率。通过资产整合和兼并重组, 公司产品含银量已然从 100 多吨水平增加至目前 400 吨左右。
- **薄发: 内生增长与外延扩张并行, 巩固公司白银龙头地位。**公司拥有 6 家矿业子公司, 矿产资源储量丰富且品位较高, 白银资源储量近万吨, 资源优势明显, 具体来看: 1) 银都矿业, 业绩增长“稳定器”: 设计采选能力 90 万吨, 静态服务年限在 10 年以上, 此外东晟矿业将作为银都矿业的分采区, 规划采选产能达到 25 万吨; 2) 光大矿业, 选厂全面投产, 盈利能力逐步增强, 设计产能 30 万吨/年, 于 2017 年正式开采; 3) 赤峰金都, 拥有白音查干采矿权、十地采矿权、十地外围探矿权、官地探矿权, 设计采选能力 30 万吨/年; 4) 金山矿业, 公司业绩的主要增长点, 资源储量达 3700 多吨, 目前采选能力为 48 万吨, 预计于 2020 年 6 月底扩张至 90 万吨; 5) 德运矿业, 持有巴彦包勒格区银多金属矿探矿权勘查区, 拥有银资源量 946 金属吨, 亦成为公司未来业绩的增长点。
- **双轮驱动: 收购金业环保, 叩响“城市矿山”第一枪。**金业环保从事资源综合回收利用业务, 行业发展前景广阔, 项目规划 20 万吨/年重金属污泥(固体危废)及 17 万吨/年岩棉生产能力, 分两期建成, 一期预计于 2020 年投产。
- **黄金上行趋势未改, 金银比维持高位, 银价同涨亦具备超涨期权。**1) 受新冠病毒影响, 全球宏观经济短期下行压力较大, 贵金属板块上涨逻辑又摆动至第一阶段(国债收益率回落驱动真实收益率下行); 2) 以史为鉴, “避险情绪+经济转弱预期”驱动贵金属价格上行, 贵金属板块有望获得超额收益; 3) 从金融属性来看, 金银价格具有同涨同跌的特点, 更为重要的是, 当前金银比为 88, 为历史高位, 具备下修动能, 白银超涨期权特征显著。
- **投资建议:** 公司采取“原生矿产资源+城市矿山资源”的发展战略: 目前公司采选能力接近 200 万吨, 远景采选能力将达到 285 万吨, 含银量或从 200 多吨增至 400 吨左右, 成长属性突出; 同时公司估值处于行业及历史相对低位, 估值优势凸显, 下行安全垫充分。假设 2019-2021 年白银价格分别为 3926/4908/5398 元/公斤, 预计 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 4.6/5.7/7.9 亿元, 对应 EPS 分别为 0.67/0.83/1.14 元, 目前股价对应的 PE 估值水平则分别为 21X/17X/12X。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动的风险; 核心产品价格下行的风险; 相关产业政策变动的风险; 项目进展不及预期的风险。

内容目录

厚积：稳健经营，业绩稳步增长	- 5 -
盛达资源股权结构及发展历程.....	- 5 -
聚焦金属资源产业链，远景产能可期.....	- 6 -
盈利能力“稳”字当先，核心产品收入稳步提升.....	- 7 -
薄发：内生增长与外延扩张并行，巩固公司白银龙头地位	- 8 -
银都矿业：业绩增长“稳定器”，东晟矿业 25 万吨/年投产在即.....	- 9 -
光大矿业：选厂全面投产，盈利能力逐步增强.....	- 10 -
赤峰金都：30 万吨/年选厂全面投产.....	- 11 -
金山矿业：资源储量丰富，产能提升在即.....	- 11 -
收购德运矿业，进一步巩固白银资源优势.....	- 12 -
双轮驱动：收购金业环保，叩响“城市矿山”第一枪	- 13 -
黄金上行趋势未改，金银比维持高位，银价同涨亦为超涨期权	- 14 -
疫情影响下，贵金属板块具有超额收益.....	- 14 -
金银比维持高位，银价同涨亦具备超涨期权.....	- 17 -
投资建议：估值低位、业绩弹性可期，维持“买入”评级	- 20 -
风险提示	- 21 -

图表目录

图表 1: 盛达资源股权结构.....	- 5 -
图表 2: 盛达资源历史发展进程.....	- 5 -
图表 3: 公司核心产品: 含银铅精粉.....	- 6 -
图表 4: 公司核心产品: 锌精粉.....	- 6 -
图表 5: 公司营业收入变动情况.....	- 7 -
图表 6: 公司归母净利润变动情况.....	- 7 -
图表 7: 核心产品收入稳步提升 (万元)	- 7 -
图表 8: 公司产品营业收入占比.....	- 7 -
图表 9: 公司板块毛利贡献占比.....	- 8 -
图表 10: 盛达资源各矿山资源储量概况.....	- 8 -
图表 11: 拜仁达坝银多金属矿资源储量.....	- 9 -
图表 12: 东晟矿业股权结构.....	- 9 -
图表 13: 巴彦乌拉银多金属矿资源储量.....	- 10 -
图表 14: 运行中的浮选机.....	- 10 -
图表 15: $\Phi 30$ 米浓密机.....	- 10 -
图表 16: 光大矿业资源储量.....	- 10 -
图表 17: 赤峰金都资源储量.....	- 11 -
图表 18: 金山矿业资源储量.....	- 11 -
图表 19: 金山矿业位置及交通	- 12 -
图表 20: 德运矿业资源储量.....	- 13 -
图表 21: 金业环保股权结构.....	- 13 -
图表 22: 资源综合回收利用政策梳理.....	- 14 -
图表 23: SARS 累计感染人数	- 14 -
图表 24: 新冠病毒肺炎累计感染人数.....	- 14 -
图表 25: 非典期间, 中美 GDP 短暂回调	- 15 -
图表 26: 非典期间, 美国制造业 PMI 短期有所回调.....	- 15 -
图表 27: “非典”复盘: 贵金属板块获得超额收益	- 15 -
图表 28: Comex 黄金&TIPS 走势.....	- 16 -
图表 29: 伦敦现货金银价格走势.....	- 17 -
图表 30: 全球银矿产资源储量具体分布.....	- 17 -
图表 31: 2017-2018 年全球白银国别产量 (Moz)	- 17 -
图表 32: 白银下游消费结构 (单位: 盎司)	- 18 -
图表 33: 白银供需平衡表.....	- 18 -
图表 34: 金银比修复发生于贵金属上行周期的第二阶段.....	- 19 -

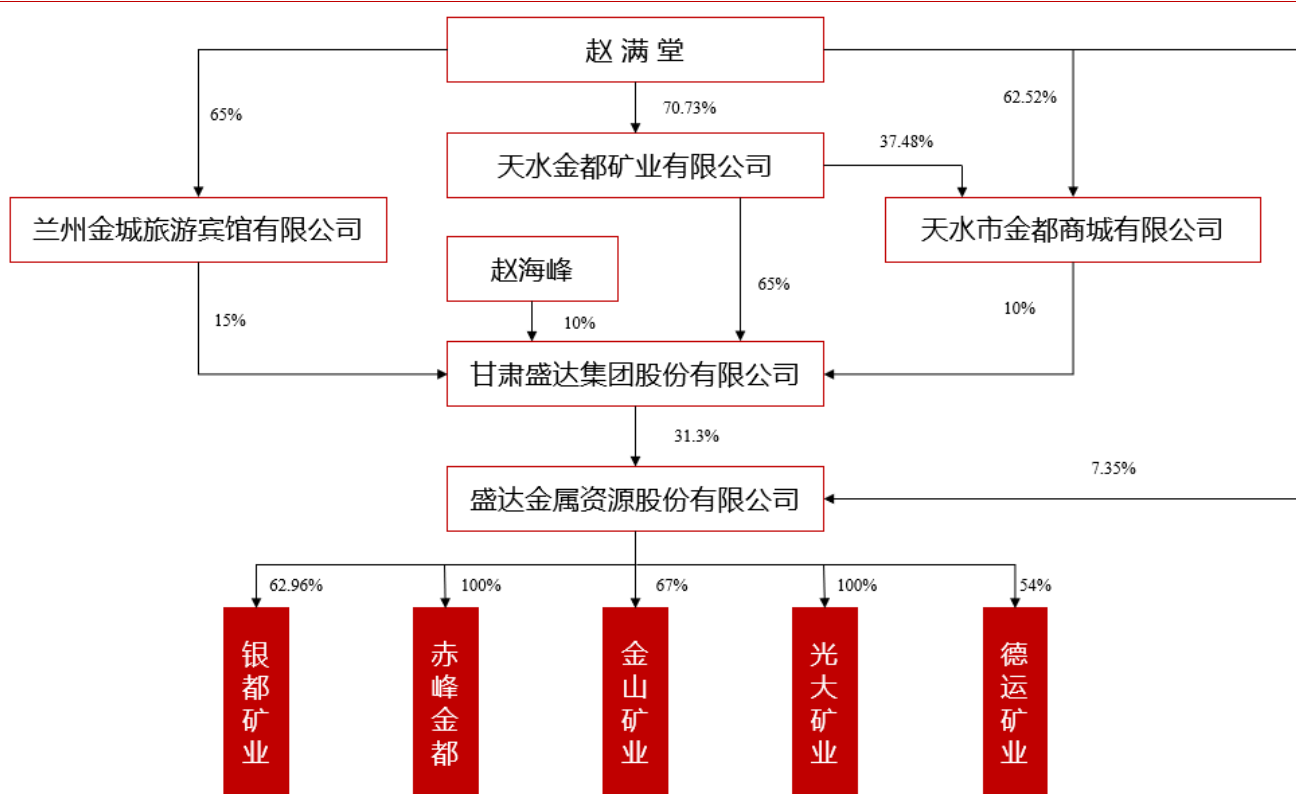
图表 35: 金银比修复行情历史复盘.....	- 20 -
图表 36: 贵金属板块上市公司估值比较.....	- 20 -
图表 37: 盛达资源 PE-Band.....	- 20 -
图表 38: 盈利测算核心假设.....	- 21 -
图表 39: 公司财务报表 (单位: 百万元)	- 22 -

厚积：稳健经营，业绩稳步增长

盛达资源股权结构及发展历程

- 盛达金属资源股份有限公司（证券代码：SZ000603）于1996年在深圳证券交易所主板挂牌上市。2008年11月27日，公司原控股股东江西生物制品研究所将其持有的3,273.60万股股份过户给盛达集团。至此盛达集团成为公司控股股东，截至2019年12月27日，盛达集团持有公司2.16亿股股份，占公司总股本的31.30%，公司实际控制人为赵满堂先生，盛达资源历史发展路径如下图所示。

图表 1：盛达资源股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：盛达资源历史发展进程



来源：公司公告，中泰证券研究所

聚焦金属资源产业链，远景产能可期

- 公司主营业务为有色金属矿采选业，公司产品为银锭（国标 1#、2#）、可回收伴生金以及含银铅精粉（银单独计价）和锌精粉。其中，银都矿业、光大矿业和赤峰金都主要产品为含银铅精粉（银单独计价）、锌精粉；金山矿业主要产品为银锭（国标 1#、2#）以及可回收伴生金，其中银锭（国标 1#、2#）、可回收伴生金为金山矿业全资子公司国金国银精炼后的最终产品。
- 公司产能逐步释放，业绩有望持续提升。1) 金山矿业二期有望 2020 年年 6 月底投产，金山矿业 48 万吨采选扩张至 90 万吨规模项目的环评批复目前已取得；2) 金山矿业年产 3.5 万吨一水硫酸锰项目同样计划于 2020 年 6 月底投产；3) 2017 年收购东晟矿业 70% 股权，预计今年将开始采矿工程建设，其作为银都矿业的分采区，将加大供矿规模，提升银都矿业盈利能力。公司远景产能将达到 285 万吨。

图表 3：公司核心产品：含银铅精粉



来源：公司官网，中泰证券研究所

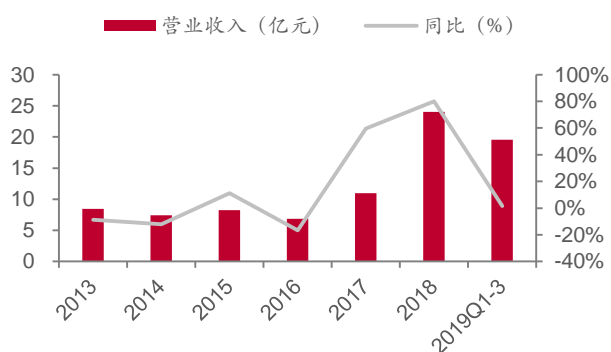
图表 4：公司核心产品：锌精粉



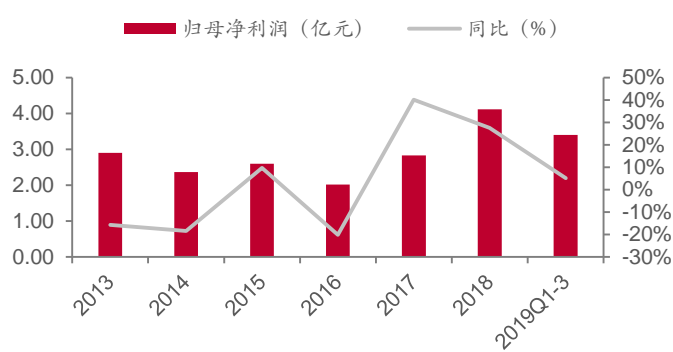
来源：公司官网，中泰证券研究所

盈利能力“稳”字当先，核心产品收入稳步提升

- 从历史上看，自 2011 年以来，公司盈利能力“稳”字当先，归母净利润处于 2.5-4.5 亿元区间，体现出公司盈利韧性偏强的属性。2019Q1-3，公司坚持以矿山生产建设为主线，以提升主营业绩为导向，实现营业收入 19.57 亿元，同比增长 1.46%，归属上市公司股东的净利润 3.40 亿元，同比增长 5.14%，但扣非归母净利润 2.53 亿元，同比增长 10.73%。公司前三季度业绩增速有所下滑主要是由于：1)2019Q3 贸易业务的收缩，Q3 贸易业务同比下降 38.97%，公司主营矿采选业务仍维持稳步增长，同比增长 10.85%，由于贸易业务的收缩，公司毛利率较中报提升 3.45pct 至 29.92%；2) 由于 2018 年底并购金山矿业产生的并购贷款，财务费用同比增长 129.08%。

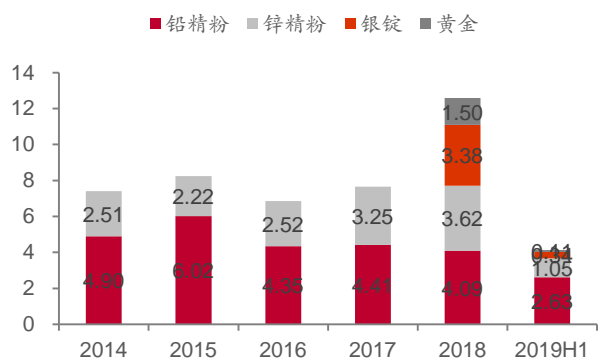
图表 5：公司营业收入变动情况


来源：Wind，中泰证券研究所

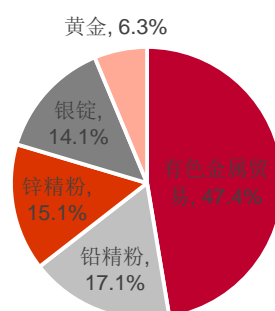
图表 6：公司归母净利润变动情况


来源：Wind，中泰证券研究所

- 核心产品收入稳步提升。**公司以银锭、可回收伴生金以及含银铅精粉、锌精粉的生产销售和有色金属贸易为主。从板块营收占比来看：2018 年铅精粉板块实现营业收入 4.09 亿元，占比 17.1%；锌精粉板块实现营业收入 3.62 亿元占比 15.1%；银锭实现营业收入 3.38 亿元，占比 14.1%；黄金实现营业收入 1.50 亿元，占比 6.3%；有色金属贸易板块实现营业收入 11.33 亿元，占比 47.4%。具体如下图所示。

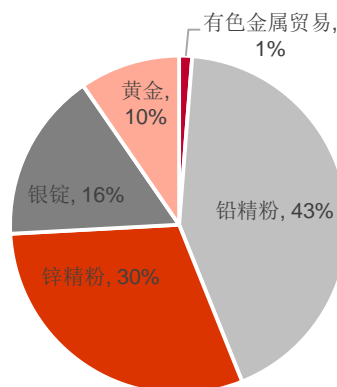
图表 7：核心产品收入稳步提升 (亿元)


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 8：公司产品营业收入占比


来源：Wind，中泰证券研究所

- 从板块毛利贡献来看：**铅精粉（含银）+锌精粉是盈利“主力军”，几乎贡献公司全部利润来源，2018 年上述两大业务板块合计毛利贡献占比高达 73%。与此同时，公司坐拥优势资源，采用先进采选技术，毛利率持续处于行业领先地位，其中，银都矿业毛利率长期维持在 80%以上，这也是支撑公司业绩稳健的核心因素所在。2018 年，公司完成对金山矿业的收购，银锭业务有望成为公司业绩的主要增长点。

图表 9：公司板块毛利贡献占比


来源：公司公告，中泰证券研究所

薄发：内生增长与外延扩张并行，巩固公司白银龙头地位

- 公司白银资源优势显著。**公司目前拥有银都矿业、金山矿业、光大矿业、赤峰金都、东晟矿业、德运矿业 6 家矿业子公司，矿产资源储量丰富且品位较高，白银资源储量近万吨，资源优势明显。
- 目前在产矿山有 4 家，采选能力将近 200 万吨，**分别为控股子公司银都矿业（90 万吨）所属的克什克腾旗拜仁达坝银多金属矿，全资子公司光大矿业（30 万吨）、赤峰金都（30 万吨）分别所属的克什克腾旗大地、十地银铅锌矿，以及公司控股子公司金山矿业（48 万吨）拥有的新巴尔虎右旗额仁陶勒盖银矿；尚未投产的矿山有 2 家，包括东晟矿业拥有的克什克腾旗巴彦乌拉矿区银多金属矿和德运矿业拥有的阿鲁科尔沁旗巴彦包勒格区铅锌多金属矿。

图表 10：盛达资源各矿山资源储量概况

子公司	权益比例	产能（矿石处理量，万吨）	资源量			品位		
			银（吨）	铅（吨）	锌（吨）	银（克/吨）	铅（%）	锌（%）
银都矿业	62.96%	90	2371	220762	471689	227	2.12%	4.53%
东晟矿业	70%	25（未投产）	469	18000	31900	181	0.69%	1.23%
光大矿业	100%	30	615	91679	193219	163	1.63%	3.45%
赤峰金都	100%	30	761	120882	121095	265	1.63%	3.45%
金山矿业	67%	48（扩张至 90）	3728			204		
德运矿业	54%	-	1343	32506	321991	189	1.88%	2.75%

来源：公司公告，中泰证券研究所

银都矿业：业绩增长“稳定器”，东晟矿业 25 万吨/年投产在即

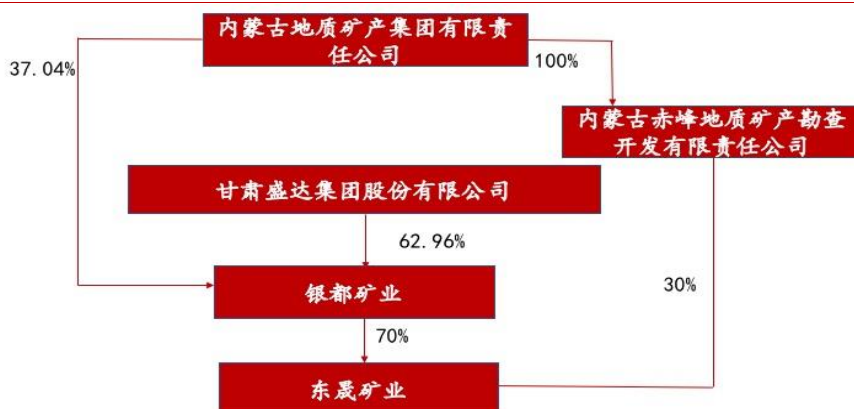
- 银都矿业为盛达资源控股子公司（62.96%），拥有内蒙古赤峰市克什克腾旗拜仁达坝银多金属矿，资源储量丰富、品位高、服务年限长，按单一元素计量，银、锌金属储量均达到大型标准，铅金属储量达到中型标准。银都矿业可同时产出三种金属精粉且品位较高，较单一金属矿山而言，生产成本显著下降，公司成本远低于同行业企业，是国内上市公司中毛利率最高的矿山之一（维持在 80% 左右）。
- 截止 2018 年底，银都矿业拜仁达坝银多金属矿保有矿石量（111b+122b+333）1,042.08 万吨；保有银金属量 2370.64 吨，银平均品位 227.49 克/吨；铅金属量 220762.07 吨，铅平均品位 2.12%；锌金属量 471689.38 吨，锌平均品位 4.53%。根据可采储量、现有生产能力及后续生产规模测算，矿山静态服务年限达 10 年以上。

图表 11：拜仁达坝银多金属矿资源储量

	金属量	品位
保有矿石量（111b+122b+333，万吨）	1042	
银（吨）	2371	227.49g/吨
铅（吨）	220762	2.12%
锌（吨）	471689	4.53%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 与此同时，2017 年收购东晟矿业 70% 股权，预计今年将开始采矿工程建设，其作为银都矿业的分采区，将加大供矿规模，提升银都矿业盈利能力。

图表 12：东晟矿业股权结构


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 东晟矿业目前合法拥有一项采矿权和三项探矿权，即巴彦乌拉银多金属矿采矿权、巴彦乌拉银多金属矿深部普查探矿权、乌尼克吐铅锌矿勘探探矿权、达赖哈特铅锌矿勘探探矿权。巴彦乌拉矿区探明银金属量超过 556 吨，对公司资源增储和盈利能力增强提供有力支撑。目前东晟矿业拥有的克什克腾旗巴彦乌拉矿区银多金属矿（年产 30 万吨）正在办理投产前的相关手续，未来将作为银都矿业的分采区。

图表 13: 巴彦乌拉银多金属矿资源储量

	金属量 (万吨)	品位
保有资源储量矿石量 (332+333)	258.679	-
银	0.0469	181.19 克/吨
铅	1.8	0.69%
锌	3.19	1.23%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 没有包含伴生矿资源量

光大矿业: 选厂全面投产, 盈利能力逐步增强

- 光大矿业位于内蒙古赤峰市克什克腾旗, 于 2016 年下半年注入上市公司成为全资子公司, 设计采选能力 30 万吨/年, 选厂已于 2017 年 12 月正式投产。

图表 14: 运行中的浮选机



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 15: Φ30 米浓密机



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 光大矿业主营有色金属采选, 拥有克什克腾旗大地矿区银铅锌矿采矿权, 大地采矿权保有资源储量 (111b+122b+333) 559.30 万吨, 铅金属量 9.17 万吨, 铅平均品位 1.63%, 锌金属量 19.32 万吨, 锌平均品位 3.45%; 共生矿资源量 326.26 万吨, 银金属量 533.38 吨, 银平均品位 163.48g/吨; 伴生矿资源量 251.03 万吨, 银金属量 81.29 吨, 银平均品位 32.38g/吨。生产能力为 30 万吨/年, 该矿区于 2017 年正式开采。

图表 16: 光大矿业资源储量

品种	采选能力 (万吨)	储量 (万吨)	品位 (%)
铅	大地矿区 30	9.17	1.63
锌		19.32	3.45
共生银		533.38 吨	163.48 克/吨
伴生银		81.29 吨	32.38 克/吨

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

赤峰金都：30万吨/年选厂全面投产

- 赤峰金都位于内蒙古赤峰市克什克腾旗，于2016年下半年注入上市公司成为全资子公司，拥有白音查干采矿权、十地采矿权、十地外围探矿权、官地探矿权，其中：白音查干矿区大部分在建工程已完成，但并未进行开采；十地矿设计采选能力30万吨/年，矿山已于2017年正式开采，当年共出矿155001吨，平均出矿品位：铅3.42%，锌2.51%，银291.94克/吨，30万吨选矿厂于2018年12月建成并投入使用；十地外围矿处于详查阶段，官地矿处于勘探阶段。
- 赤峰金都十地矿区资源储量丰富：①**主矿产**：铅锌矿，矿石量722.66万吨，铅金属量12.09万吨，平均品位1.67%；锌金属量12.11万吨，平均品位1.68%。②**共生矿产**：银矿，矿石量258.73万吨，金属量685.75吨，平均品位265.04克/吨。③**伴生矿产**：铜矿，矿石量767.00万吨，金属量8,408.40吨，平均品位0.11%；银矿，矿石量502.82万吨，金属量102.33吨，平均品位20.35克/吨。

图表 17：赤峰金都资源储量

	矿石量 (万吨)	铅 (万吨) / 品位	锌 (万吨) / 品位	白银 (吨) / 品位 (g/吨)	铜 (吨) / 品位
主矿产 (铅锌矿)	722.66	12.09/1.67%	12.11/1.68%		
共生矿产 (银矿)	258.73			685.75/265.04	
伴生矿产 (铜矿)	745.22				8197.48/0.11%
伴生矿产 (银矿)	371.25			75.55/20.35	

来源：公司公告，中泰证券研究所

金山矿业：资源储量丰富，产能提升在即

- 2018年9月28日，盛达资源公告《重大资产购买暨关联交易报告书(草案)》，拟以12.48亿元的价格，收购盛达集团持有的金山矿业67%股权。本次收购的金山矿业，集探、采、选矿为一体，主要生产经营银、锰、铅、锌矿的采选、销售等。金山矿业银资源储量丰富，金属储量达3700多吨（属于超过1000吨的大型银矿山项目），收购完成后，盛达资源银累计储量超过8400吨，增储幅度接近80%，进一步巩固其行业领先地位。
- 金山矿业目前在产矿山为额仁陶勒盖矿区III-IX矿段银矿，金山矿业及其子公司主要产品为银锭（国标1#、2#），可回收伴生金和锰银混合精矿。近年，公司持续进行锰银分离的选矿技术攻关并取得突破，金山矿业正在改建生产系统，改扩建选矿厂，筹建3.5万吨/年硫酸锰生产线。项目建成投产后，金山矿业将完成对银、锰、金的综合有效提取、利用，并建成环保、安全、科技型矿山。

图表 18：金山矿业资源储量

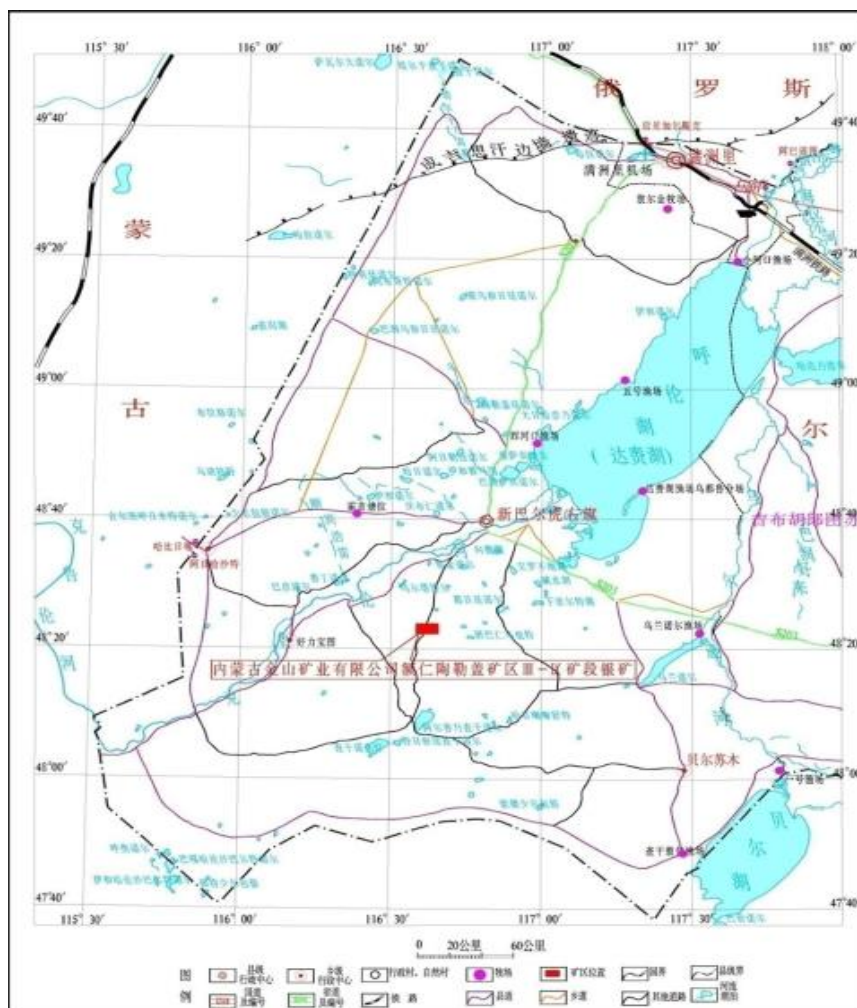
保有资源储量	(121b)	(122b)	333	资源储量 合计
矿石量 (万吨)	117.58	898.08	832.76	1,848.42

Ag 金属量 (吨)	276.29	1,800.12	1,651.18	3,727.59
Au 金属量 (KG)	796.51	6,193.92	4,418.36	11,408.79
Mn 金属量 (吨)	-	-	420,330.71	420,330.71

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 金山矿业位于呼伦贝尔市草原区西部，交通便利。目前拥有 48 万吨/年的额仁陶勒盖采矿权、额仁陶勒盖外围探矿权和额仁陶勒盖深部探矿权，而《重大资产购买暨关联交易报告书（草案）》显示，90 万吨/年采矿权证的申办手续正在办理中，预计 2020 年 6 月底可以投产。未来，金山矿业增储以及探转采潜力均不可小觑。

图表 19: 金山矿业位置及交通



来源：公司公告，中泰证券研究所

收购德运矿业，进一步巩固白银资源优势

- 2019 年 9 月，公司完成了对德运矿业 54% 股权的收购。截至 2019 年 2 月底，德运矿业持有巴彦包勒格区银多金属矿探矿权勘查区，其中银矿

体资源/储量 (332+333) 矿石量 500.56 万吨, 银金属量 945.97 吨, 共生矿资源量 (金属量): 铅 16930 吨, 品位 1.88%; 锌 9541 吨, 品位 2.10%。锌矿体资源/储量 (332+333) 矿石量 1135 万吨, 锌金属量 31.25 万吨, 平均品位 2.75%。

图表 20: 德运矿业资源储量

	矿石量 (万吨)	银		铅		锌	
		资源量 (吨)	品位 (克/吨)	资源量 (吨)	品位 (%)	资源量 (吨)	品位 (%)
银矿体		945.97	189				
共生矿	500.56			16930.47	1.88%	9540.95	2.10%
伴生矿						16520.46	0.50%
锌矿体						312450.4	2.75%
伴生矿	1135.43	397.26	35	15575.49	0.37%		

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

双轮驱动: 收购金业环保, 叩响“城市矿山”第一枪

- 2019 年 12 月, 公司以 1.8 亿元人民币对湖南金业环保进行增资, 增资完成后持有其 49% 股权, 成为其第一大股东。金业环保位于享有“中国银都”、“全国循环经济示范县”、“国家涉重金属类危险废物集中利用处置基地”称号的湖南省郴州市永兴县, 是一家对含重金属、工业固体废物等危险固体废物进行环保处置及综合回收利用的高新技术环保企业。项目规划 20 万吨/年重金属污泥 (固体危废) 及 17 万吨/年岩棉生产能力, 项目分两期建成, 目前一期第一阶段 5 万吨金属污泥处理生产线及 3.5 万吨岩棉生产线建设接近尾声。

图表 21: 金业环保股权结构

股东名称	持股比例
盛达金属资源股份有限公司	49%
永兴县金业冶炼有限责任公司	19.49%
资兴市钰坤农业生态发展有限公司	9.97%
郴州银谷环保企业管理中心 (有限合伙)	5.67%
郴州宏达地矿机械有限公司	4.53%
资兴市佳诚生态农业发展有限公司	4.53%
广州颂唐实业有限公司	4.53%
王永连	2.27%
合计	100%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 重点为镍危废处理, 切入新能源领域。**金业环保将采用火法和湿法相结合的方式, 对含镍、铜及其他贵金属的危险废物进行精确冶炼, 回收镍、铜、金、银、钯、钴等金属资源。其中二期湿法精炼系统建成后, 项目将产出电解镍、铜粉、碳酸钴等稀贵金属, 金业环保项目实现了公司在新能源产业链上的拓展。此外, 危废处理业务在收取原材料时, 可向产废单位收取危废处置费, 直接带来现金流入。
- 行业发展前景广阔。**根据前瞻产业研究院的数据显示, 2018 年, 200 个

大、中城市一般工业固体废物产生量达 15.5 亿吨,综合利用量 8.6 亿吨,处置量 3.9 亿吨,贮存量 8.1 亿吨,倾倒入弃量 4.6 万吨,一般工业固体废物综合利用率占利用处置总量的 41.7%,处置能力缺口巨大。固废处理行业具有“变废为宝”的特点,近年来,随着政府对生态环境保护工作重视程度的增加,环境保护相关法律法规不断得到完善,固体废物处理行业也将迎来黄金发展期。

图表 22: 资源综合利用政策梳理

发布时间	政策文件	主要内容
2012.05	国务院颁布《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》	明确电器电子产品生产者征收基金的产品范围和征收标准
2015.06	《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》	再生资源优惠政策。对符合行业规范条件的再生资源企业给予即征即退 30%-70% 增值税优惠政策
2015.09	《再生资源回收体系建设中长期规划(2015-2020)》	未来五年再生资源行业发展规划,推进行业体系建设
2016.01	《工业和信息化部关于公布国家资源再生利用重大示范工程的通知》	探索再生资源产业发展新机制,新模式,提高再生资源行业整体水平
2016.05	国务院发布《土壤污染防治行动计划》	三次提及危险废物和重金属废物、四次提及工业固体废物的污染防治行动,并特别提到了电子废物、生活垃圾、污泥、尾矿等 17 种固体废物的污染防治工作计划
2016.11	国务院发布《“十三五”生态环境保护规划》	加大重金属污染防治力度,提高危险废物处置水平等
2018.05	《工业固体废物资源综合利用评价管理暂行办法》	确定综合利用工业固体废物种类和数量,企业依据评价结果,按照国家对环境保护税的有关规定,申请享受免征环境保护税,以及减免增值税、所得税等相关优惠政策

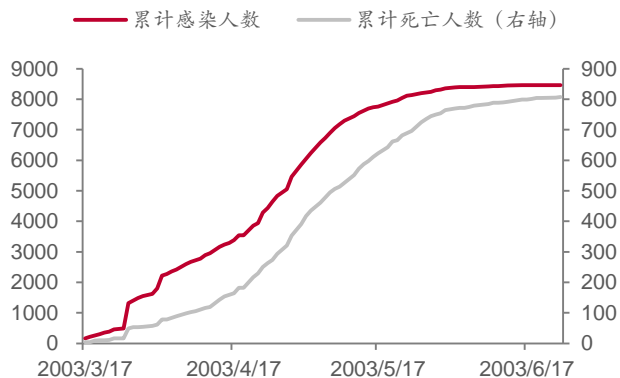
来源: 公开资料整理, 中泰证券研究所

黄金上行趋势未改, 金银比维持高位, 银价同涨亦为超涨期权

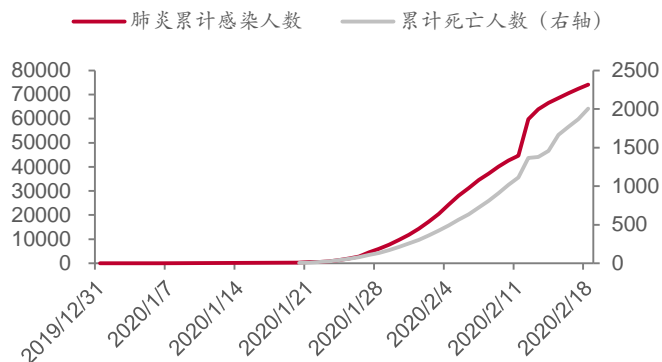
疫情影响下, 贵金属板块具有超额收益

- 2020 年 1 月 20 日以后, 新型冠状病毒肺炎逐渐进入爆发期, 1 月 30 日, 世界卫生组织(WHO)将新型冠状病毒感染的肺炎疫情定性为国际关注的突发公共卫生事件(PHEIC), 截至 2 月 18 日 24 时, 31 个省(自治区、直辖市)和新疆生产建设兵团累计报告确诊病例 74185 例, 累计死亡病例 2004 例。当前新型冠状病毒引起的肺炎事件所处的发展阶段可对应非典事件的第二阶段(爆发阶段)。

图表 23: SARS 累计感染人数
图表 24: 新冠病毒肺炎累计感染人数



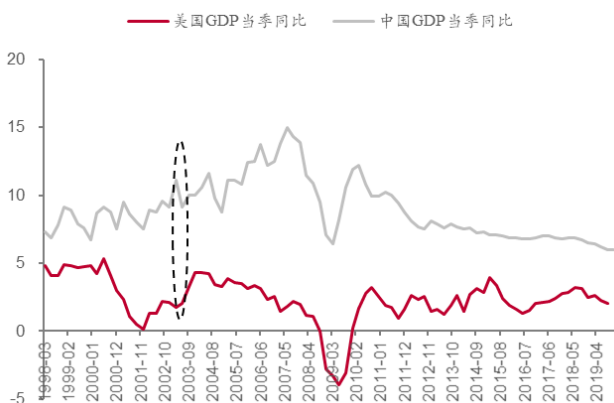
来源: WHO, 中泰证券研究所



来源: 国家卫健委, 中泰证券研究所

■ “避险情绪+经济转弱预期”驱动贵金属价格上行，贵金属板块有望获得超额收益。回顾 2003 年非典期间，中国 2003 年 2 季度 GDP 增速降至 9.1%，美国制造业 PMI 也一度在 2003 年 4 月份创出 46.10 的新低，经济短期下行压力较大，因此黄金价格在非典爆发阶段上涨了 12.19%，黄金股也出现了明显的相对收益。更为重要的是，当前与非典期间所处的经济周期不同，03 年非典发生于经济上行周期，当前为基钦周期处于探底回升阶段，面临着更为复杂的宏观局面，未来或将延续“经济下行+货币政策宽松”的宏观环境。我们认为，贵金属板块具备较优的风险收益比。

图表 25: 非典期间，中美 GDP 短暂回调



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 非典期间，美国制造业 PMI 短期有所回调



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: “非典”复盘：贵金属板块获得超额收益

非典期间 (2002.11.16-2003.6.24)		
疫情区间	疫情过后半年表现	肺炎期间 (2019.12.31-至今)
(2002.11.16-2003.6.24)	(2003.6.25-2003.12.31)	

周期位置 (基钦周期)	2001 年 Q4 新一轮基钦周期的“回升”阶段; 非典爆发前国内经济已经经历 1 年左右的企稳回升期, 经济整体为上行周期; 同样, 美国经济亦处于回升阶段。而到了 2003 年下半年, 经济过热成为政策对冲的焦点	2019 年 Q4 新一轮基钦周期的“探底回升”阶段, 不同经济体之间节奏存在差异, 中国“先见顶先见底”, 美国“后见顶后见底”, 但整体全球经济回升基础并不牢固, 逆周期调节还将是主线条		
美国经济政策 (货币/财政)	非典期间货币政策保持宽松, 联邦基金目标利率由 1.25%→1%; 并且实施了积极的财政政策, 小布什推行减税法案, 扩大政府支出, 财政赤字不断扩大。2003 年 7 月货币政策开始收紧	1 月议息会议明确保持 1.5%-1.75% 的利率区间, 流动性保持宽松, 延续低利率环境		
中国经济政策 (货币/财政)	货币政策: 结构性宽松, 对总量上要求保持信贷合理增长, 对疫情较重地区给予倾斜; 同样, 2003 年 6 月表示要恰当时机调整准备金率, 8 月份正式开始 (6→7%), 正式进入紧缩周期。财政政策: 减免受疫情影响较大的行业政府性基金和税收, 财政政策保持积极	货币政策: 延续边际宽松的趋势, 降息周期刚刚开始; 各地银行也纷纷“因疫区施策”, 支持企业融资等。财政政策: 2020 年是十三五规划的收官之年, 逆周期调节需求下, 实施更为积极的财政政策并不是没有可能, 更重要结构性表现或更强, 5G 产业链和新能源汽车等新经济或将不断发力		
GDP	中国 2002 年 Q4-2003 年 Q4GDP 同比增长率分别为 9.10%、11.10%、9.10%、10% 和 10%; 美国 2002 年 Q4-2003 年 Q4GDP 同比增长率分别为 2.09%、1.77%、2.03%、3.30% 和 4.33%	2019 年 Q4 中国 GDP 增速录得 6.0%, 实现十三五规划目标, 2020 年 GDP 增速需稳定在 5.5% 以上		
PMI	美国 ISM 制造业 PMI 呈现先走低后回升的走势, 在 2003 年 4 月份创出 46.10 的新低, 随后逐步回升至 2003 年 6 月份的 51	2019 年 12 月制造业 PMI 数据, 中国官方数据录得 50.2 与 11 月份持平, 而美国 ISM 数据从 11 月的 48.1 回落至 47.2		
美 10 年期国债真实收益率	2.43%→1.68%	1.71%→2.00%	0.15%→-0.04%	
美元指数	105.2→94.39(-10.28%)	94.12→86.92(-7.65%)	96.45→98.04(1.65%)	
伦敦金现价	319.25→324.95(8.63%)	347.4→415.45(19.95%)	1517.18→1577.1(3.95%)	
伦敦银现价	4.54→4.52(-0.48%)	4.56→5.94(30.26%)	17.822→17.52(-1.69%)	
国际原油价格 (USCRWTIC)	26.71→28.78(7.75%)	29.95→32.52(8.58%)	61.06→53.33(-12.66%)	
LME 铜价	1599.5→1689(5.6%)	1676.5→2301(37.25%)	6169→5467.5(-8.45%)	
综合型矿业股	淡水河谷	27.7→30.06(8.52%)	29.9→58.5(95.07%)	13.2→11.95(-9.47%)
	必和必拓	10.9→11.56(7.61%)	11.64→18.26(56.87%)	54.71→52.92(-3.27%)
	力拓	77.97→79.3(1.71%)	79.43→111.31(40.14%)	59.36→55.25(-6.92%)
黄金股	巴克黄金	15.84→17.47(10.29%)	17.61→22.71(28.96%)	18.59→18.37(-1.18%)
	纽蒙特矿业	24.31→31.82(30.85%)	32.19→48.61(51.01%)	43.45→44.62(2.69%)
铜矿业股	南方铜业 (SCCO)	0.98→1.11(12.22%)	1.09→3.34(206.42%)	42.48→38.61(-9.11%)
	江西铜业 H	0.573→0.912(59.16%)	0.884→2.931(231.56%)	10.72→9.94(-7.28%)
	江西铜业 A	4.63→5.31(14.69%)	5.19→7.78(49.90%)	16.93→15.13(-10.63%)

资料来源: Wind、中泰证券研究所

- 从中期来看, 黄金上行大趋势仍未走完, 目前仍处于上涨周期的第一阶段。在我们的研究框架中, 贵金属价格与美国真实收益率指标 (USA 10y TIPS yield) 有着明显而稳定的负相关性 ($R^2=0.93$), 美国真实收益率是决定金价趋势的核心变量。通常, 真实收益率回落有两个阶段, 第一阶段真实收益率下行的主要驱动力来自国债收益率的回落, 第二阶段真实收益率下行的驱动力主要是复苏趋势下通胀预期的抬头。2019 年四季度我们看到黄金上涨的逻辑逐渐转归第二阶段, 但疫情影响下, 黄金短期上涨逻辑又摆动至第一阶段。

图表 28: Comex 黄金&TIPS 走势



来源：WIND，中泰证券研究所

金银比维持高位，银价同涨亦具备超涨期权

- 白银兼具金融、商品双重属性。**金融属性方面：**从历史上看，银价同金价走势的正相关性较强（白银同样具有避险和保值需求），表现为金银价格的同涨同跌，且振幅往往更为明显。

图表 29：伦敦现货金银价格走势

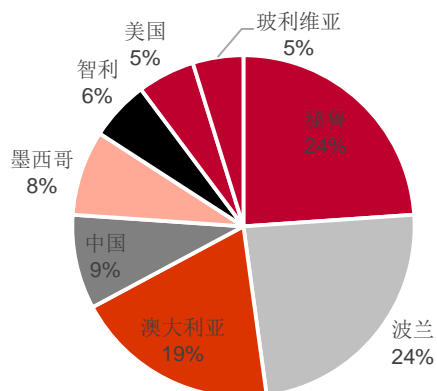


来源：Wind，中泰证券研究所

- **商品属性方面：**从供给侧来看，全球银矿产资源储量约为 560,000 吨（金属吨），主要分布在秘鲁、澳大利亚、波兰、俄罗斯等国家；世界白银协会统计数据显示，由于加拿大、危地马拉和美国的供应中断，世界白银产量连续三年下降。2018 年全球矿产白银产量合计约 855.7Moz（百万盎司），相比于 2017 年白银产量下降 2%。

图表 30：全球银矿产资源储量具体分布

图表 31：2017-2018 年全球白银国别产量 (Moz)



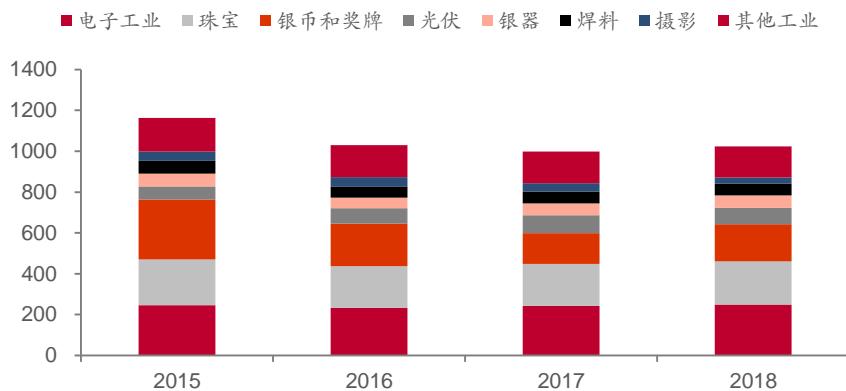
来源: Wind, 中泰证券研究所

国家	2017年产量	2018年产量
墨西哥	194.7	196.6
秘鲁	147.5	144.9
中国	112.6	114.9
俄罗斯	42	43.4
智利	42.4	42.1
玻利维亚	40	39.9
波兰	39.7	39.6
澳大利亚	35.1	35.4
美国	33.7	28
阿根廷	25.7	26.5
其他国家	163.5	144.4
合计	876.9	855.7

来源: Wind, 中泰证券研究所

- **从需求侧来看:** 全球银总需求量中的大部分用于制造业, 其主要原因在于银具有良好的延展性、导电性和热导率。金属银在制造业中的使用领域包括工业应用、摄影、首饰制造、银器、制币及奖章等领域。传统白银消费领域珠宝首饰、铸币需求呈下降趋势, 但随着电子工业的高速发展, 以及光伏、新能源等新兴行业的兴起, 金属银在工业应用方面的需求有望保持较高水平。因此, 从供需基本面角度看, 白银价格也具有较好支撑。

图表 32: 白银下游消费结构 (单位: 盎司)



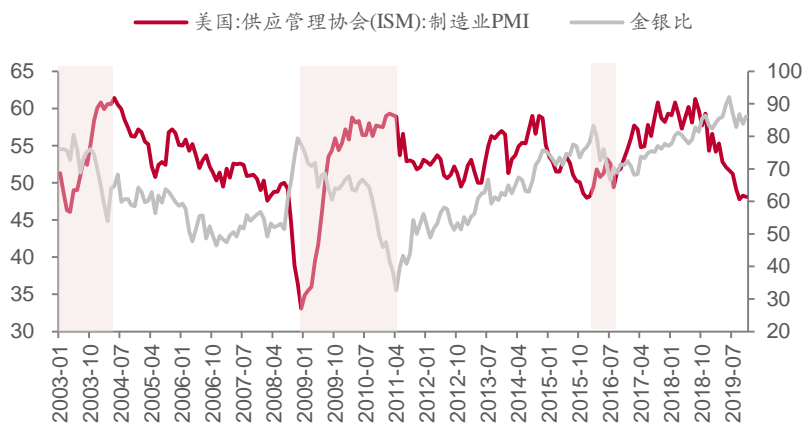
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 33: 白银供需平衡表

million ounces	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
Supply	916.1	1,074.8	1,043.8	1,005.8	987.6	1,052.0	1,051.8	1,025.8	1,032.6	1,004.3	1,014.3	1,024.5
yoy		17%	-3%	-4%	-2%	7%	0%	-2%	1%	-3%	1%	1%
Demand	837.9	1,049.8	1,103.7	991.8	1,124.3	1,118.4	1,162.7	1,030.2	998.3	1,033.4	1,053.4	1,085.3
Jewelry	176.9	190.0	191.5	186.7	219.7	227.3	223.3	202.7	204.5	212.5	221.0	229.8
yoy		7%	1%	-3%	18%	3%	-2%	-9%	1%	4%	4%	4%
Coins&Bars	79.6	174.1	211.7	161.2	240.7	233.6	293.6	208.7	150.4	181.2	190.3	194.1
yoy		119%	22%	-24%	49%	-3%	26%	-29%	-28%	20%	5%	2%
Silverware	53.2	51.9	47.5	43.8	59.3	61.2	63.2	52.4	57.6	61.1	63.5	65.5
yoy		-2%	-8%	-8%	35%	3%	3%	-17%	10%	6%	4%	3%
Industrial Fabrication	528.2	633.8	653.0	600.1	604.6	596.3	582.6	566.4	585.8	578.6	578.6	596.0
yoy		20%	3%	-8%	1%	-1%	-2%	-3%	3%	-1%	0%	3%
Physical Surplus/Deficit	78.20	25.00	-59.90	14.00	-136.70	-66.40	-110.90	-4.40	34.30	-29.10	-39.06	-60.83

来源：世界白银协会，中泰证券研究所

- **金银比，是衡量白银相对价格高低的一个有效指标。**从 1998 年至今 20 年间，金银比总体上运行于 40-80 区间，靠近区间上沿，则往往银价相对黄金被低估；反之亦然。当前，金银比已经接近 88，处于历史高位，反映出银价相对于金价被低估的实际状况。按照金银同涨同跌的历史规律，再考虑到银价相对低估的实际情况，银价有望筑底上行。
- **更进一步，白银兼具金融与商品双重属性，商品属性则是金银比修复的核心推动力，因此金银比修复常出现在经济复苏初期（即贵金属上行周期的第二阶段）。**白银具有良好的延展性、导电性和热导率，因此银在制造业中广泛应用，其使用领域包括工业应用、摄影、首饰制造、银器、制币及奖章等领域。随着电子工业的高速发展，以及光伏、新能源等新兴行业的兴起，金属银在工业应用方面的需求有望保持较高水平。正是由于白银的商品属性，金银比的修复行情常出现在经济复苏初期，我们复盘了近三轮金银比修复行情，每一轮金银比的向下修复都伴随着经济的企稳回升（美国制造业 PMI 参照）。

图表 34：金银比修复发生于贵金属上行周期的第二阶段


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **历史可鉴，金银比修复在 20%以上，板块内白银具备明显的超额收益。**2000 年至今共发了三次金银比的修复行情：1) 2003 年 6 月 5 日至 2006 年 5 月 30 日，修复周期为 1090 天，金银比由 81.94 下修至 50.07，变化 38.89，期间黄金价格上涨 77%，白银价格上涨 190%；2) 2008 年 10 月 10 日-2011 年 4 月 28 日，修复周期为 930 天，金银比由 84.39 下修至 31.71，变化 55.31%，期间黄金价格上涨 81%，白银价格上涨 381%；3) 最近的一次，2016 年 2 月 29 日-2016 年 7 月 14 日，修复

周期为 136 天，金银比由 83.20 下修至 65.79，变化 20.93%，期间黄金价格上涨 8%，白银上涨 36%。

图表 35: 金银比修复行情历史复盘

起始日期	结束日期	修复时间(天数)	金银比变化	白银涨幅	黄金涨幅
2003/6/5	2006/5/30	1090	81.94→50.07, 变化 38.89%	190%	77%
2008/10/10	2011/4/28	930	84.39→31.71, 变化 55.31%	381%	81%
2016/2/29	2016/7/14	136	83.20→65.79, 变化 20.93%	36%	8%

资料来源: Wind、中泰证券研究所

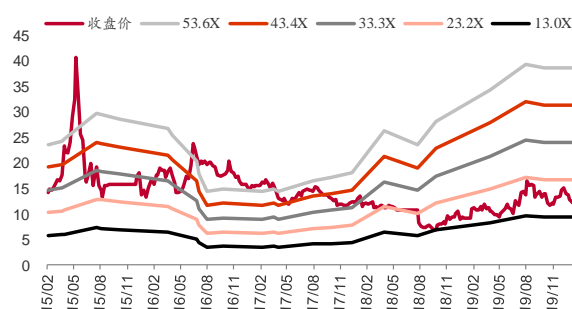
投资建议: 估值低位、业绩弹性可期, 维持“买入”评级

- 公司估值优势显著。**从贵金属板块内部来看, 按照 2020 年 2 月 18 日收盘价计算, 贵金属行业上市公司 PE (TTM) 普遍在 30x 以上, 而盛达资源 PE (TTM) 仅为 18.82x, 公司估值处于行业地位; 另外, 从 PE-Band 来看, 盛达资源估值中枢为 33.3x, 目前公司 PE 落在过去 5 年 PE 极低位置 (13.0-23.2 区间内)。综上, 公司估值水平处于行业及历史相对低位, 价值优势突出。

图表 36: 贵金属板块上市公司估值比较

证券代码	股票简称	市值规模 (亿元)	PE (TTM)
000603.SZ	盛达资源	93.90	18.82
600547.SH	山东黄金	988.97	102.44
601899.SH	紫金矿业	1,095.08	30.95
002155.SZ	湖南黄金	97.97	50.86
000975.SZ	银泰黄金	255.86	30.41
600489.Sh	中金黄金	286.44	212.78

来源: Wind, 中泰证券研究所, 股价为 2020 年 2 月 18 日收盘价

图表 37: 盛达资源 PE-Band


来源: 中泰证券研究所

- 公司聚焦金属资源产业链, 采取“原生矿产资源+城市矿山资源”的双轮驱动发展战略:** 目前公司采选能力接近 200 万吨, 随着金山矿业及东晟矿业逐步投产, 公司远景采选能力将达到 285 万吨, 矿产银含量或将从 200 多吨升至 400 吨一线, 成长属性突出; 公司与华勘集团战略合作, 未来有望开启外延式并购新征程。与此同时, 公司完成对金业环保 49% 股权的收购, 叩响“城市矿山”第一枪, 金业环保规划 20 万吨固体危废处置能力, 或将开辟公司业绩新增长点。
- 我们预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 4.6/5.7/7.9 亿元, 对应 EPS 分别为 0.67/0.83/1.14 元, 目前股价对应的 PE 估值水平则分别为 21X/17X/12X。维持“买入”评级。**

图表 38: 盈利测算核心假设

	2019E	2020E	2021E
铅锭(元/吨, 含税)	16578	16078	16078
锌锭(元/吨, 含税)	20222	19222	19222
白银(元/公斤)	3926	4908	5398
铅精粉(元/吨, 不含税)	12271	11828	11828
锌精粉(元/吨, 不含税)	11662	10954	10954
铅精粉含银(元/吨, 不含税)	2953	3691	4061
金价(元/克)	315	370	380
矿石总产量(万吨)	156	170	216
矿石生产成本(元/吨)	219	219	219

来源: WIND, 中泰证券研究所

风险提示

- **核心产品价格大幅下行的风险。**公司主要产品为含银铅精粉和银锭等产品, 银价大幅下行或对公司业绩形成不利影响, 银价走势与宏观经济密切相关, 需关注宏观经济波动的风险、尤其是美国经济超预期走强的风险、通胀超预期回落的风险等。
- **相关产业政策变动的风险。**公司采取“原生矿产资源+城市矿山资源”的双轮驱动发展战略, 环保等产业政策变动对其经营情况影响较大。
- **项目进展不及预期的风险。**公司在建项目主要有金山矿业二期扩建项目以及东晟矿业采矿项目, 其投产进度将直接影响公司未来的业绩释放。

图表 39: 公司财务报表 (单位: 百万元)

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	686.38	1096.02	2401.82	2680.17	3065.96	4004.84
减: 营业成本	148.59	475.64	1570.24	1613.81	1758.63	2234.50
营业税金及附加	36.85	62.09	82.55	58.89	67.37	88.00
营业费用	1.08	2.06	2.79	2.74	3.13	4.09
管理费用	54.75	53.37	134.93	123.26	141.00	184.18
财务费用	1.14	-13.32	8.56	50.67	57.97	75.72
资产减值损失	7.26	3.90	0.09	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	5.60	26.14	30.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-1.82	-11.65	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	442.30	536.59	621.21	830.81	1037.86	1418.36
加: 其他非经营损益	3.20	-0.42	5.35	0.00	0.00	0.00
利润总额	445.50	536.17	626.57	830.81	1037.86	1418.36
减: 所得税	114.07	132.80	69.78	207.70	259.47	354.59
净利润	331.43	403.37	556.79	623.10	778.40	1063.77
减: 少数股东损益	129.33	119.60	145.73	162.88	203.48	278.07
归属母公司股东净利润	202.10	283.77	411.06	460.22	574.92	785.70
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	959.49	611.82	179.28	107.21	930.06	1772.93
应收和预付款项	21.57	79.04	217.14	87.49	250.62	183.59
存货	12.50	35.34	148.22	69.43	167.75	133.61
其他流动资产	4.12	52.53	59.66	59.66	59.66	59.66
长期股权投资	0.00	43.63	70.01	70.01	70.01	70.01
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	265.76	618.23	1305.57	1139.02	972.47	805.91
无形资产和开发支出	212.08	206.75	287.13	245.69	204.25	162.81
其他非流动资产	1302.77	1250.20	1199.72	1193.79	1187.86	1187.86
资产总计	2778.28	2897.54	3466.73	2972.30	3842.68	4376.39
短期借款	0.00	60.00	200.00	40.37	0.00	0.00
应付和预收款项	129.03	223.02	475.98	163.40	539.76	343.17
长期借款	0.00	0.00	450.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2.69	2.69	192.69	192.69	192.69	192.69
负债合计	131.72	285.72	1318.67	396.46	732.45	535.86
股本	134.76	128.67	128.67	128.67	128.67	128.67
资本公积	1359.16	1365.25	452.14	452.14	452.14	452.14
留存收益	1022.07	944.57	1236.11	1501.00	1831.91	2284.14
归属母公司股东权益	2515.99	2438.49	1816.92	2081.82	2412.73	2864.96
少数股东权益	130.57	173.34	331.14	494.02	697.50	975.57
股东权益合计	2646.56	2611.83	2148.06	2575.84	3110.22	3840.53
负债和股东权益合计	2778.28	2897.54	3466.73	2972.30	3842.68	4376.39
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	356.33	524.19	790.11	749.00	1096.64	1145.93
投资性现金净流量	-394.07	-353.70	-641.63	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	897.44	-333.45	-636.54	-821.07	-273.79	-303.06
现金流量净额	859.70	-162.95	-488.07	-72.07	822.85	842.87

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。