

采选冶炼产能释放，业绩步入稳定增长长期

投资要点

- **推荐逻辑：**云南铜业是我国老牌铜冶炼企业，核心产品为阴极铜，铜产业布局日趋完善：2018年收购迪庆有色，新增资源储量316.9万吨；2019年两大冶炼厂达产，阴极铜产能突破130万吨，位列全国前三，归母净利润同比增长437%。随着海外疫情得到有效控制，下游需求的回暖和铜价的反弹将助力公司采选冶炼产能全面达产。
- **收购迪庆有色，2019年自产铜精矿产量同比增长6.3%，2020年预计达到8.6万吨。**2018年底，公司通过发行股份和支付现金10亿元取得迪庆有色50.01%的股权，迪庆有色的普朗铜矿在公司所有矿山中规模最大。2019年，公司矿山铜矿石储量11.41亿吨，铜金属量480.62万吨，自产铜精矿含铜产量8.5万吨，同比增长6.3%，2020年铜精矿生产计划为8.60万吨。
- **冶炼产能大幅提升，2019年阴极铜产量同比增长64%，2020年产量预计增长10万吨。**公司子公司东南铜业和赤峰云铜冶炼项目于2019年先后实现达产达标，阴极铜年产能均为40万吨，公司整体阴极铜产量达到111.51万吨，同比增长64%，创历史新高。受益于2019年产能释放，2020年阴极铜生产计划为121万吨。公司阴极铜产量和营收位列全国第三，并且毛利率达到5.62%，领先同行业其他上市公司。
- **铜精矿供给偏紧，精炼铜需求缺口扩大，有效支撑铜价。**自2020年新冠病毒疫情爆发以来，全球许多铜矿项目暂停运营，目前已公布下调生产指引共计约40万吨，我们预计2020年全球铜矿产量接近零增长，此外2019年全球精炼铜需求缺口的持续扩大，加速了铜库存减少。尽管中国作为精炼铜消费第一大国，2019年下游消费放缓，但未来新能源和数字基础设施建设将大力拉动铜消费。随着海外疫情得到有效控制，全球风险偏好的提升，铜价有望进一步提升，有利于提高铜企盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司2020-2022年的营业收入分别为666.7亿元、738亿元和764.3亿元，归母净利润分别为7.8亿元、10亿元和12.2亿元，对应的PE分别为33倍、26倍和21倍，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示。**海外铜精矿供给不及预期；公司冶炼产能不及预期；铜价剧烈波动。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	63290.00	66673.49	73798.71	76427.99
增长率	33.44%	5.35%	10.69%	3.56%
归属母公司净利润（百万元）	669.82	783.62	1004.59	1220.81
增长率	436.85%	16.99%	28.20%	21.52%
每股收益EPS（元）	0.39	0.46	0.59	0.72
净资产收益率ROE	8.04%	8.73%	10.18%	11.15%
PE	38	33	26	21
PB	2.12	1.97	1.79	1.62

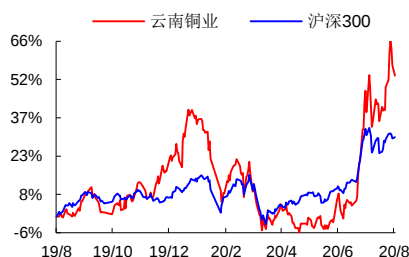
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：邱培宇
 执业证号：S1250520070001
 电话：021-58351893
 邮箱：qiupy@swsc.com.cn

分析师：刘岗
 执业证号：S1250517100001
 电话：010-58251918
 邮箱：lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.00
流通A股(亿股)	14.16
52周内股价区间(元)	9.28-16.44
总市值(亿元)	257.50
总资产(亿元)	472.54
每股净资产(元)	5.14

相关研究

目 录

1 公司概况：老牌铜企业，进入国内铜冶炼第一梯队	1
2 公司分析：矿山规模扩大，冶炼产能释放	3
2.1 收购普朗铜矿，公司矿山资源储量和铜精矿产量大幅提升	3
2.2 冶炼产能大幅提升，国外原材料采购加大	6
3 行业分析：全球铜矿供给收紧，铜价有望反弹	9
3.1 疫情影响上游供应端，TC/RC 创新低，预计 2020 年全球铜精矿产量零增长	9
3.2 精炼铜全球需求缺口扩大，风险偏好提升，有效支撑铜价	12
4 盈利预测与估值	16
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司主要控股参股公司.....	2
图 4: 公司 2019 年产品营收构成.....	2
图 5: 公司 2019 年产品毛利构成.....	2
图 6: 公司 2015 年以来营业收入 (亿元) 及增速.....	3
图 7: 公司 2015 年以来归母净利润 (亿元) 及增速.....	3
图 8: 公司 2015 年以来各项费用率趋势.....	3
图 9: 公司 2015 年以来销售毛利率和净利率.....	3
图 10: 公司阴极铜生产流程.....	6
图 11: 公司 2017 年以来铜金属量自产和外购情况 (吨).....	7
图 12: 公司 2017 年以来铜金属量国内和国外采购情况 (吨).....	7
图 13: 公司 2017 年以来贵金属营收 (亿元) 和毛利率.....	8
图 14: 公司 2017 年以来贵金属的自产和贸易销售额 (亿元).....	8
图 15: 公司 2017 年以来贵金属销量 (吨).....	8
图 16: 公司 2017 年以来贵金属销售均价 (亿元/吨).....	8
图 17: 2019 年全球铜矿产量分布.....	11
图 18: 2010 年以来全球矿山产量以及增速.....	11
图 19: 2019 年度铜进口批文情况 (万吨).....	12
图 20: 2015 年以来铜精废价差 (元/吨).....	12
图 21: 2015 年以来中国现货 TC (美元/吨) 和 RC (美分/磅).....	12
图 22: 2018 年以来国内硫酸市场价格 (元/吨).....	12
图 23: 2010 年以来全球精炼铜产量 (万吨) 以及增速.....	13
图 24: 2010 年以来中国精炼铜产量 (万吨) 以及增速.....	13
图 25: 2010 年以来全球精炼铜需求缺口 (万吨).....	13
图 26: 2015 年以来全球三大交易和上海保税区铜库存 (万吨).....	13
图 27: 2019 年全球精炼铜消费地区占比.....	14
图 28: 2019 年中国精炼铜消费结构.....	14
图 29: 2015 年以来我国电力设备产量 (万千瓦).....	14
图 30: 2015 年以来我国空调产量 (万台).....	14
图 31: 2015 年以来我国汽车产量 (万辆).....	14
图 32: 2015 年以来我国房屋新开工面积 (万平方米).....	14
图 33: 2013 年以来我国新能源汽车产销量.....	15
图 34: 2025 年我国新基建增加的电力负荷 (GW).....	15
图 35: 近两年美国通货膨胀指数与十年期国债收益率.....	15
图 36: WIT 原油价与 LME3 个月铜价.....	15

表 目 录

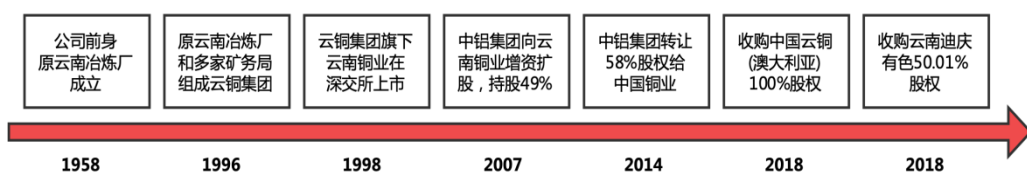
表 1: 公司矿山资源储量	4
表 2: 公司矿山自产铜精矿产量 (万吨)	4
表 3: 普朗采矿权资源储量	5
表 4: 普朗外围探矿权资源储量	5
表 5: 迪庆有色业绩承诺净利润完成情况 (万元)	6
表 6: 公司冶炼企业阴极铜产量 (万吨)	7
表 7: 铜产品同行业对比	7
表 8: 贵金属同行业对比	9
表 9: 2020 年一季度全球十大铜矿商产量 (万吨) 以及同比	9
表 10: 全球十大矿企受疫情影响情况	10
表 11: 全球铜矿商下调生产指引情况 (万吨)	11
表 12: 分产品收入及毛利率	16
表 13: 可比公司估值	17
附表: 财务预测与估值	18

1 公司概况：老牌铜企业，进入国内铜冶炼第一梯队

云南铜业股份有限公司（以下简称“云南铜业”或公司），成立于1998年，前身为原云南冶炼厂，云铜集团为控股股东。公司于1998年6月在深交所上市，拥有西南铜业、赤峰铜业、东南铜业三大冶炼基地，主要生产阴极铜、贵金属、硫酸等产品。2018年公司收购云南迪庆有色50.01%股权，新增资源储量316.9万吨。

截至2019年年报，公司参控股6座铜冶炼厂和11座大中型铜矿山，保有铜金属量481万吨，矿石量11.41亿吨；受益于东南铜业、赤峰云铜新增铜冶炼产能达标达产，阴极铜产能突破130万吨，位列全国前三。

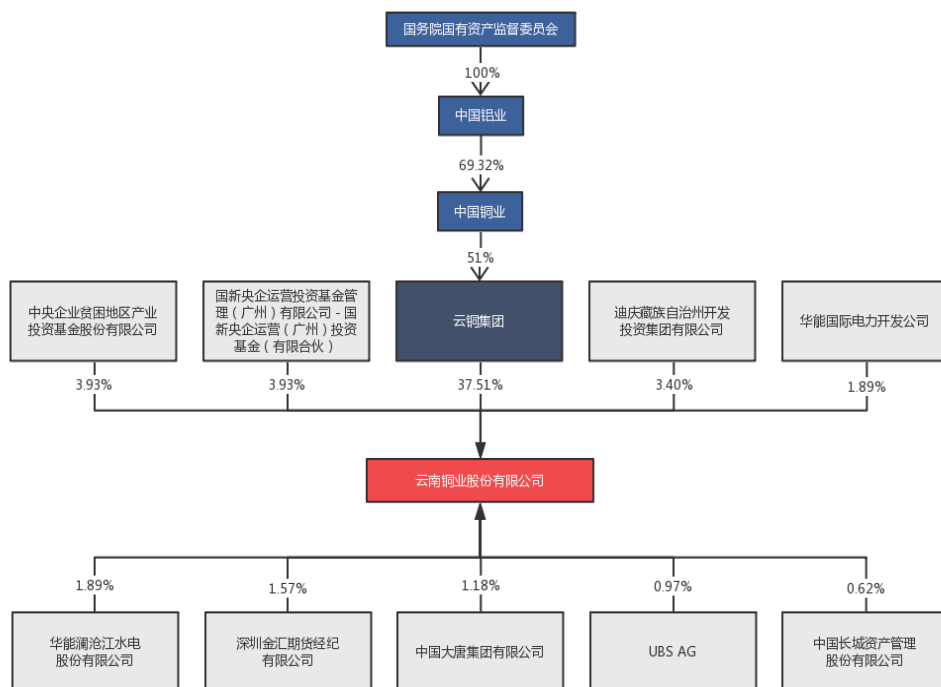
图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权控制结构。截至2019年年报，公司的最大股东为云南铜业集团有限公司，持有公司6.37亿股份，占公司总股本的37.51%。公司最终控制人为中国铝业集团有限公司，中铝集团是国务院国资委直接管理的国有重要骨干企业，构建了铝、铜、铅锌和稀土四大产业板块。公司作为中铝集团铜产业板块核心企业之一，是铜产业板块唯一的上市平台公司。

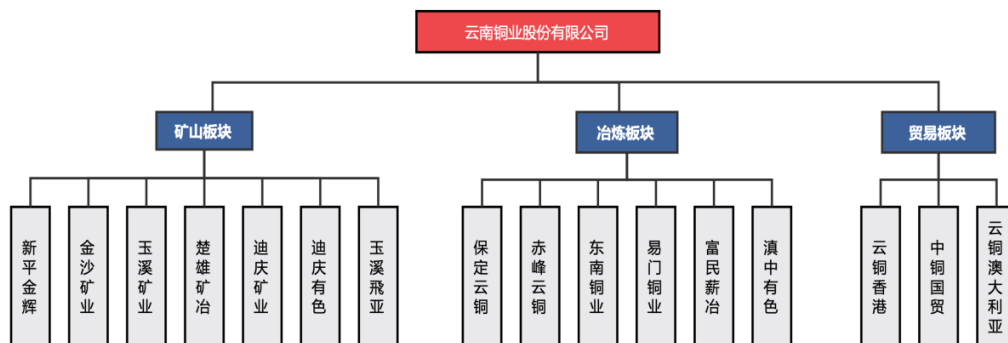
图2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

主要控股参股公司。截至 2019 年年报，公司纳入合并报表范围的参控公司共 22 家，其中控股子公司有 15 家，全资子公司有 7 家。公司子公司分为矿山、冶炼和贸易三大板块：矿山板块主要负责矿山的开发、矿产资源采选及销售等业务；冶炼板块主要负责铜及附属产品的冶炼、加工、销售等业务；贸易板块主要负责货物及技术的进出口等业务。

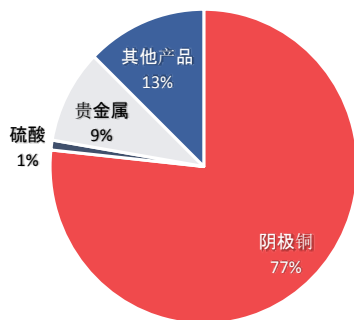
图 3：公司主要控股参股公司



数据来源：公司公告，西南证券整理

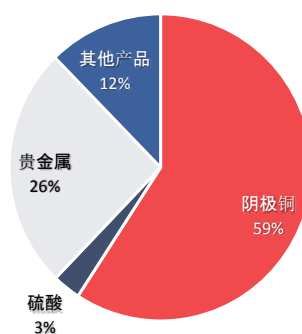
公司主营业务结构。公司业务以铜矿的采选冶炼及加工贸易为主，其中阴极铜是公司主要的收入来源，同时铜冶炼过程伴生的贵金属也成为公司收入的重要补充。公司 2019 年阴极铜产品营收占比达 77%，贡献 59% 的毛利；贵金属产品主要为黄金和白银等附属金属产品，营收占比为 9%，毛利占比达到了 26%，附加值较高。

图 4：公司 2019 年产品营收构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2019 年产品毛利构成



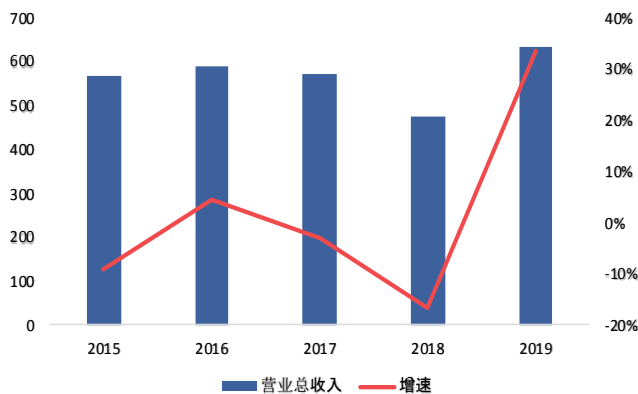
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况。公司 2019 年实现营业总收入 632.90 亿元，同比增长 33.34%；实现归母净利润 6.70 亿元，同比增长 436.85%。营收和净利润增长主要得益于主营业务的生产和销售规模的扩大，阴极铜产品营收同比增长 46.70%，贵金属产品营收同比增长 11.20%。

2018 年以来，公司受管理费用、财务费用上升的影响，公司期间费用规模增加较快，导致期间费用占营业收入比例有所提高。由于公司逐步减少毛利较低的电解铜贸易业务以及并购迪庆有色后公司的自给铜矿显著提高，公司毛利率由 2017 年的 3.86% 提升至 2019 年的 7.28%，接近翻倍。

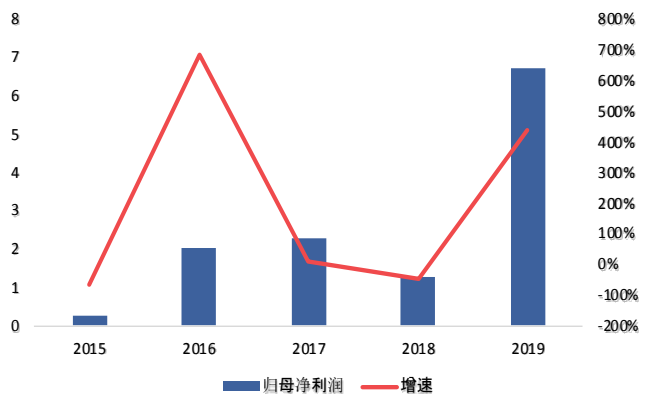
2020 年一季度，公司实现营收 172.50 亿元，同比增长 51.15%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比减少 30.16%。营收的增长主要源于销量的增长，但是由于疫情的影响，铜价大跌，再加上销售和财务费用的增加，导致公司净利润下滑。中短期来看，我国疫情得到有效控制后逐步复工复产，但海外疫情控制仍有较大不确定性，全球铜矿供给有望收紧。

图 6：公司 2015 年以来营业收入（亿元）及增速



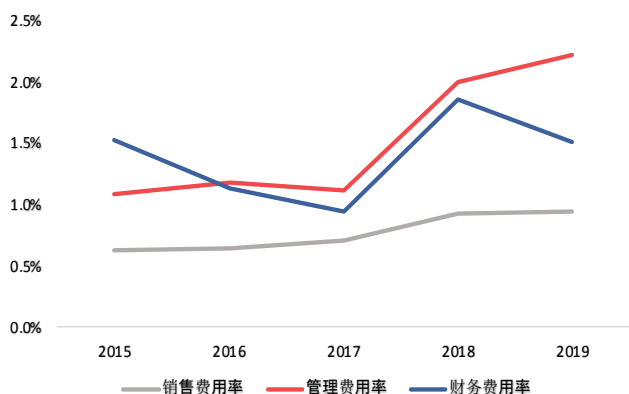
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2015 年以来归母净利润（亿元）及增速



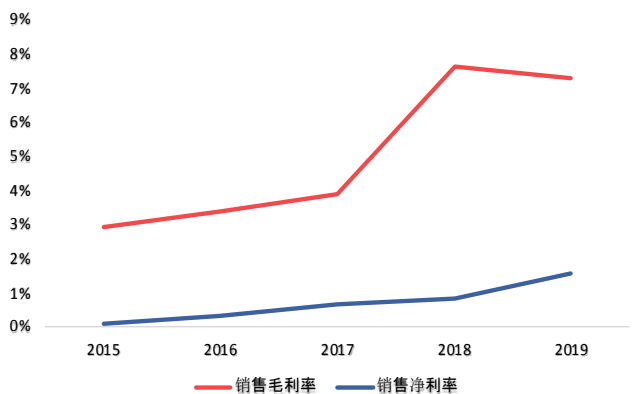
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2015 年以来各项费用率趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司 2015 年以来销售毛利率和净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 公司分析：矿山规模扩大，冶炼产能释放

2.1 收购普朗铜矿，公司矿山资源储量和铜精矿产量大幅提升

公司拥有云南省境内全部铜床类型。公司共持有 11 座在产矿山，分属于 5 家子公司，全部位于云南省境内，拥有云南省境内全部铜床类型：从资源品质来看，楚雄矿冶的六苴铜矿、凹地苴铜矿属于砂岩型；迪庆有色的普朗铜矿属于斑岩型；迪庆矿业的羊拉铜矿属于砂卡岩型，为铜品位较高的类型，达到 1.08%；玉溪矿业下的大红山铜矿属于火山沉积铜矿。

公司矿山总设计产能超 2000 万吨，普朗铜矿资源基础储量、资源量占比超一半。截至 2019 年末，公司在产矿山共拥有采矿权面积 46.84 平方公里，设计年产能 2183 万吨，铜矿石储

量 11.41 亿吨，铜金属量 480.62 万吨，铜平均品位 0.42%。其中普朗铜矿规模最大，设计产能占比超一半，铜矿石储量占比达 79.2%，铜金属量占比达 64.8%。

表 1：公司矿山资源储量

所属单位	矿山名称	总面积约数 (km ²)	开始运营 年份	设计产能 (万吨/年)	井下矿山 生产规模	基础储量、资源量		
						矿石量 (万吨)	金属量 (万吨)	品位 (%)
玉溪矿业	狮子山铜矿	0.73	1977	66	56	1,572.20	7.80	0.50
	大红山铜矿	9.72	1997	429	429	11,042.60	64.25	0.58
	米底莫铜矿							
楚雄矿冶	六苴铜和	4.25	1975	90	82.50	575.13	5.93	1.03
	凹地苴铜矿							
	郝家河铜矿	3.93	1973	已停产	已停产	670.03	6.63	0.99
金沙矿业	国民铜矿	19.75	1960	90	80	7360.78	57.40	0.78
	滥泥坪铺矿		1960	36	36			
	汤丹铜初		1977	90	80			
迪庆矿业	羊拉铜矿	2.41	2007	132	132	2530.30	27.27	1.08
迪庆有色	普朗铜矿	6.05	2018	1250	791	90346.15	311.27	0.34
	合计	46.84		2183	1686.50	114097.25	480.62	0.42

数据来源：公司公告，西南证券整理

2019 年自产铜精矿约 8.5 万吨，同比增长 6.3%，2020 年预计达到 8.6 万吨。截至 2019 年底，公司矿山自产铜精矿含铜并表产量 8.5 万吨，同比增长 6.3%，2020 年铜精矿生产计划为 8.60 万吨；权益产量 5.81 万吨，同比增长 4.3%。其中迪庆有色的采矿能力和铜精矿含铜并表产量贡献最多，铜精矿含铜并表产量占比达到 56.6%；其次为玉溪矿业，铜精矿含铜并表产量占比为 23.3%。

表 2：公司矿山自产铜精矿产量（万吨）

矿山名称	采矿能力	持有权益	并表精矿含铜		权益精矿含铜	
			2019 年	2018 年	2019 年	2018 年
玉溪矿业	429	100%	1.98	1.88	1.98	1.88
狮子山矿	56	100%	0.33	0.31	0.33	0.31
楚雄矿冶	90	100%	0.67	0.63	0.67	0.63
金沙矿业	61	51%	0.44	0.97	0.22	0.50
迪庆矿业	66	75%	0.26	0.6	0.2	0.45
迪庆有色	1,250	50.01%	4.81	3.61	2.41	1.80
合计	1,952		8.5	8	5.81	5.57

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司通过发行股份和支付现金 10 亿元取得迪庆有色 50.01% 的股权。普朗铜矿地处云南迪庆香格里拉海拔 3500 米的雪域高原，探明铜资源 480 万、黄金 145 吨、白银 2754 吨，是亚洲最大斑岩铜矿山。2017 年 3 月 16 日，普朗铜矿一期采选工程投料试车圆满成功。2018

年 12 月，公司通过发行股份和支付现金 10 亿元取得迪庆有色 50.01% 的股权，迪庆有色拥有普朗采矿权和普朗外围探矿权两项矿业权。

截至 2015 年 12 月，普朗采矿权主铜矿矿石量 27951.13 万吨，金属量 143.76 万吨，平均品位 0.51%，低品位矿矿石量 55935.98 万吨，金属量 136.71 万吨，平均品位 0.24%，另伴有金矿、银矿和钼矿。

表 3：普朗采矿权资源储量

矿产名称	矿产组合	资源储量类型	矿石量 (万吨)	金属量 (吨)	平均品位
铜矿	主矿产	(111b)	6465.96	420,623	0.65%
		(122b)	7568.84	361,985	0.48%
		(333)	13916.33	654,962	0.47%
		合计	27951.13	1,437,570	0.51%
	低品位矿	(331)	5957.4	150,432	0.25%
		(332)	22990.74	547,332	0.24%
		(333)	26987.84	669,339	0.25%
		合计	55935.98	1,367,103	0.24%
金矿	伴生矿产	(333)	27951.13	36.336	0.13×10 ⁻⁶
银矿		(333)	27951.13	494.735	1.77×10 ⁻⁶
钼矿		(333)	27951.13	55.902	0.02%

数据来源：公司公告，西南证券整理

截至 2016 年 6 月，普朗外围探矿权主铜矿矿石量 1269.92 万吨，金属量 6.84 万吨，平均品位 0.54%，另伴有金矿和银矿。根据《铜矿床工业指标一般要求》，普朗外围探矿权未达到铜矿床平均品位最低要求，只达到工业品位的低品位资源量。

表 4：普朗外围探矿权资源储量

矿产名称	矿产组合	资源储量类型	矿石量 (万吨)	金属量 (吨)	平均品位
铜矿	主矿产	-333	1269.92	68,361	0.54%
金矿	伴生矿产	-333	909.65	1.291	0.14×10 ⁻⁶
银矿		-333	1089.68	58.308	5.35×10 ⁻⁶

数据来源：公司公告，西南证券整理

迪庆有色超额完成业绩承诺，大股东对 2020 业绩形成保障。公司收购迪庆有色时，云铜集团对公司收购的迪庆有色作出业绩承诺，2018-2020 年迪庆有色扣非后归母净利润分别不低于 15165.25 万元、28227.95 万元和 38355.06 万元。2018-2019 年实际完成情况为 27475.24 万元和 49501.18 万元，均超额完成，根据之前的完成情况以及普朗铜矿的产量预估，我们预计 2020 年迪庆有色完成业绩承诺较为容易。若净利润未达承诺，云铜集团根据迪庆有色普朗铜矿采矿权收购对公司以现金方式进行补偿，补偿比例为 26.77%。

表 5：迪庆有色业绩承诺净利润完成情况（万元）

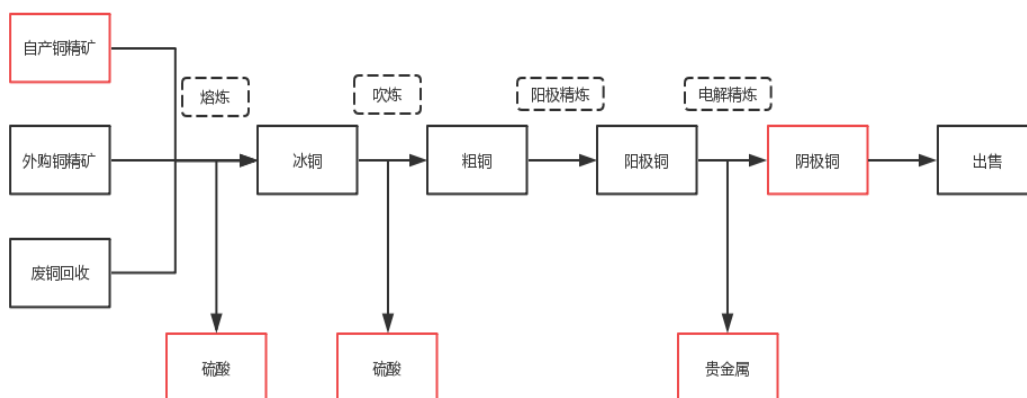
年份	2018	2019	2020
业绩承诺	15165.25	28227.95	38355.06
实际完成	27475.24	49501.18	

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 冶炼产能大幅提升，国外原材料采购加大

铜精矿为主要原材料，采购来源为自产和外购。公司核心产品为阴极铜，冶炼方法主要为火法冶炼：铜精矿经过熔炼后形成冰铜，冰铜通过吹炼得到粗铜后通过阳极炉铸成阳极板，最后阳极铜经过电解析出阴极铜。所以铜精矿、冰铜、粗铜、阳极铜等均为公司的生产原料，由于公司冶炼基地技术设备完善，最上游的铜精矿为主要原材料，采购来源为自产和外购，外购分为国内采购和国外进口。

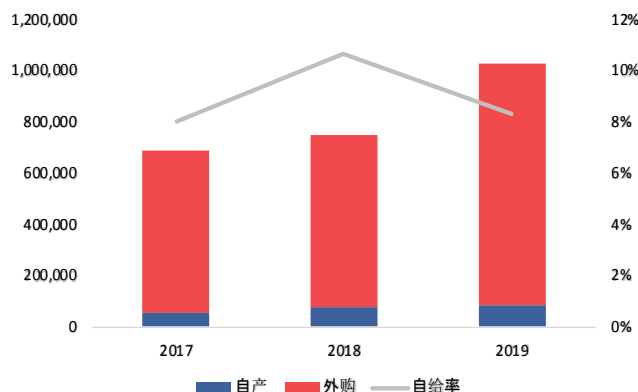
图 10：公司阴极铜生产流程



数据来源：公司公告，西南证券整理

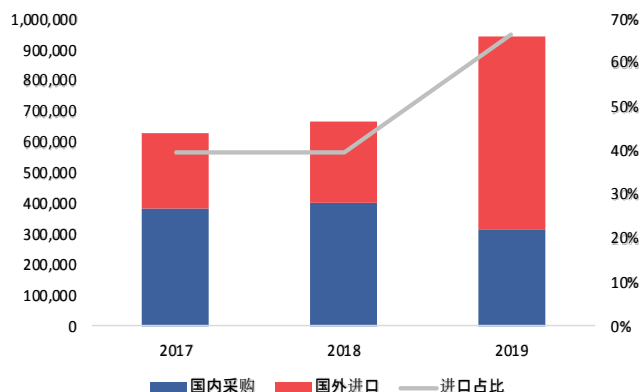
随着产能扩充，原材料外购量同比增长 41%，其中国外进口占比达到 66%。2017-2019 年，公司所有原材料铜金属量由 68.59 万吨增长到 102.50 万吨，2019 年同比增长 37%；外购原材料铜金属量由 63.07 万吨增长到 94.00 万吨，2019 年同比增长 41%。由于 2019 年公司冶炼产能大幅扩充，拉动了原材料采购需求，公司加大了国外采购的规模，导致公司原材料自给率下滑，外购占比增加，其中国外进口占比达到 66%。

图 11: 公司 2017 年以来铜金属量自产和外购情况 (吨)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 公司 2017 年以来铜金属量国内和国外采购情况 (吨)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

两大冶炼厂达产达标, 阴极铜产量 2019 年同比增长 64%, 2020 年预计增长 10 万吨。西南铜业是云南铜业产能最大的冶炼基地, 年产阴极铜 50 万吨。东南铜业铜冶炼基地项目于 2019 年 3 月达产达标, 赤峰云铜两条生产线分别于 2019 年 8 月和 12 月实现达产达标, 两大冶炼厂阴极铜年产能均为 40 万吨。2019 年由于东南铜业和赤峰云铜先后实现达产达标, 公司阴极铜产量达到 111.51 万吨, 同比增长 64%, 创历史新高, 2020 年阴极铜生产计划为 121 万吨。三大冶炼基地形成了稳定的产业格局, 辐射全国阴极铜市场, 优势互补。

表 6: 公司冶炼企业阴极铜产量 (万吨)

冶炼企业名称	持有权益	产能		并表产量		权益产量	
		并表	权益	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年
西南铜业	分公司 100%	50	50	52.60	52.50	52.60	52.5
赤峰云铜	子公司 45%	40	18	26.79	15.52	12.05	6.98
东南铜业	子公司 60%	40	24	32.12		19.27	
阴极铜合计		130	92	111.51	68.02	83.93	59.49

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司阴极铜产量位列全国第三, 毛利率最高。我国精炼铜产能规模达 50 万吨以上境内的上市公司除云南铜业外主要有江西铜业、铜陵有色和紫金矿业, 铜冶炼行业集中度不断提高: 2019 年我国全年精炼铜产量为 978.4 万吨, 这四家公司的产量约占全国总产量的一半。公司阴极铜产量和铜产品收入位列全国第三, 仅次于江西铜业和铜陵有色, 而铜产品毛利率达到 5.62%, 领先其他公司。

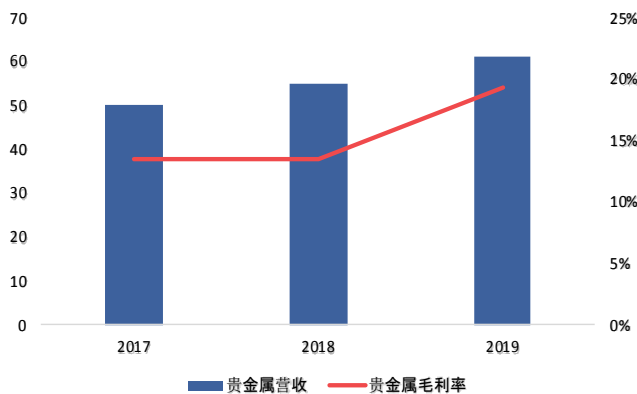
表 7: 铜产品同行业对比

公司	阴极铜产量 (万吨)	铜产品收入 (万元)	铜产品毛利率
江西铜业	155.63	13660301.95	4.47%
铜陵有色	140.06	7580259.84	4.07%
紫金矿业	50.14	2089846.00	3.22%
云南铜业	111.51	4853910.80	5.62%

数据来源: 各公司年报, 西南证券整理

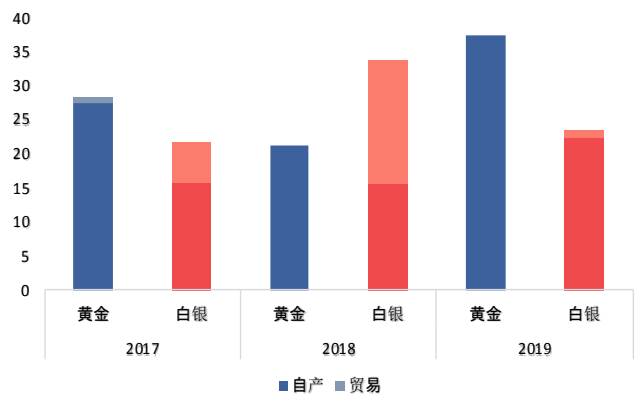
公司大幅削减贸易业务，贵金属毛利率增长至 19.3%。2018 年开始，公司不断聚焦主业、做精主业，减少毛利较低的电解铜贸易业务：2018 年终止黄金贸易业务，2019 年大幅削减白银贸易业务。得益于铜冶炼规模的扩大，2019 年公司贵金属营收同比增长 11.2%，毛利率达到 19.3%。

图 13：公司 2017 年以来贵金属营收（亿元）和毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

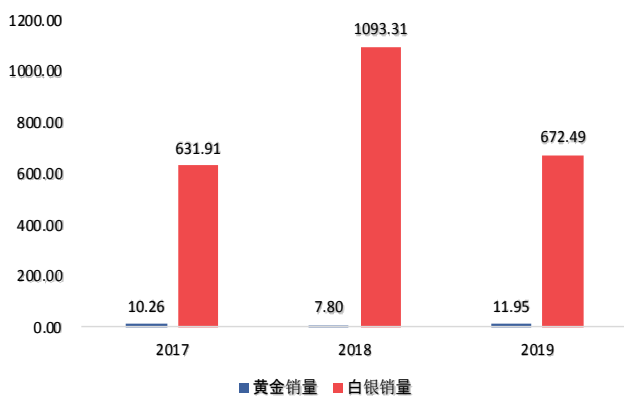
图 14：公司 2017 年以来贵金属的自产和贸易销售额（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

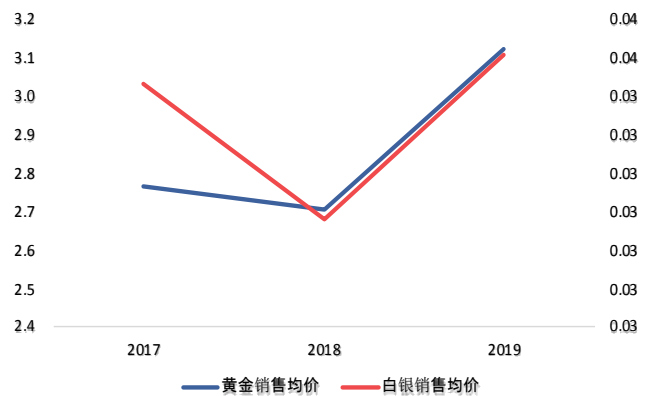
公司黄金销量同比增长 53.2%，黄金销售均价同比上涨 15.6%。2019 年公司阴极铜产销量的增长带动了自产伴生贵金属的产销增长，公司黄金销量达到 11.95 吨，同比增长 53.2%；尽管由于削减白银贸易规模，整体白银销量同比减少 38.5%，但自产白银销量同比增长 28.9%。得益于 2019 年贵金属价格整体有所上涨，公司黄金销售均价同比增长 15.6%，白银销售均价同比增长 13.8%。

图 15：公司 2017 年以来贵金属销量（吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：公司 2017 年以来贵金属销售均价（亿元/吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司黄金产量占国内副产黄金产量的 20%，贵金属毛利率同行业第一。据中国黄金协会统计，2018 年我国有色副产黄金产量达 55.15 吨，公司伴生黄金产量 11.15 吨，占比超 20%。在同类有黄金冶炼业务的公司中，铜陵有色与公司业务模式最为接近，主产阴极铜，副产黄金白银等贵金属，其他像紫金矿业冶炼金大部分为贸易产品，毛利率极低，剩余的公司要么有自己的金矿山能产出矿山金，要么会外购金矿进行冶炼。公司无论从贵金属产量还是毛利率都大大领先最为相似的铜陵有色，而毛利率依旧远大于其他金冶炼公司，贵金属整体产量仅次于江西铜业，位居第二。

表 8：贵金属同行业对比

公司	黄金产量 (吨)	白银产量 (吨)	贵金属产量 (吨)	毛利率
江西铜业	51.30	824.84	876.14	7.03%
铜陵有色	11.70	368.88	380.58	7.37%
紫金矿业	260.46		260.46	0.55%
白银有色	8.34		8.34	16.09%
恒邦股份	17.24	598.82	616.06	11.33%
云南铜业	11.95	640.86	652.81	19.30%
2018 年国内有色副产	55.15			

数据来源：各公司年报，中国黄金协会，西南证券整理

3 行业分析：全球铜矿供给收紧，铜价有望反弹

3.1 疫情影响上游供应端，TC/RC 创新低，预计 2020 年全球铜精矿产量零增长

2020 年一季度全球十大铜矿商产量同比增长 1%，受疫情影响较小。2020 年一季度全球十大铜矿商开采了共 223 万吨铜，同比增长 1%。其中必和必拓、嘉能可、自由港、力拓和诺镍铜矿产量同比均出现不同程度下滑；而一季度铜产量同比上涨的企业中，大部分仅维持小幅增长，唯独第一量子铜矿产量一季度同比大幅增长 42%。多数矿企因疫情导致中断的业务都在 3 月底之后实施，因此 2020 年第一季度的铜矿产量受疫情影响较小，疫情影响主要体现在二季度及以后。

表 9：2020 年一季度全球十大铜矿商产量 (万吨) 以及同比

公司	2020Q1	2019Q1	同比
智利国家铜业	38.7	37.1	4.31%
必和必拓	30.2	30.6	-1.31%
嘉能可	29.3	32.1	-8.72%
自由港	26.8	27.8	-3.60%
南方铜业	24.2	22.9	5.68%
第一量子	19.5	13.7	42.34%
波兰铜业集团	17.4	17.3	0.58%
力拓	13.3	14.4	-7.64%
安托法加斯塔	12.4	12.1	2.48%
诺镍	11.5	12.7	-9.45%
合计	223.3	220.7	1.18%

数据来源：各公司年报，西南证券整理

智利、秘鲁等产铜大国疫情迅速扩散，矿山运营恢复速度十分缓慢。截至 5 月底，全球约有 40 多个国家进入防疫紧急状态，其中包括了哈萨克斯坦、秘鲁、智利、澳大利亚、塞尔维亚等重要铜矿产国。据 SMM，2020 年 4 月以来，随着智利确诊人数不断上升，疫情防控压力骤增，智利国家铜业宣布将暂停智利北部项目建设，安托法加斯塔暂停了智利

LosPelambres 铜矿扩建项目，其他多数矿山也受疫情影响宣布暂停运营。目前整体来看，南美洲地区的矿山运营正逐步恢复，但是由于智利、秘鲁等产铜大国疫情迅速扩散，矿山运营恢复速度十分缓慢。

表 10：全球十大矿企受疫情影响情况

公司	涉及矿山、冶炼厂	国家	2019 年产量(万吨)	采取措施
智利国家铜业	Chuquicamata	智利	38.53	暂停部分项目和矿山的第三方合同，疫情期间运营保持连续性。公司 CEO 近日接受采访时表示或将不得不放缓一些投资计划并暂停智利北部矿山的项目建设。随着智利新冠病例人数增多，近期有工人以罢工工作为威胁，以便实施自我隔离。
	MinisroHales		15.13	
	RandomiroTomic		26.64	
必和必拓	Escondida	智利	113.86	3 月 22 日,公司宣布限制合同工进入这两个矿区,为期 15 天。
	PampaNorte		26.50	
	Antamina	秘鲁	44.86	4 月 13 日, 宣布暂停运营, 5 月 27 日, 泰克资源发布公告称, 秘鲁 Antamina 铜矿已恢复运营, 目前运行产能的 80%, 预计将在三季度实现满负荷运转。
嘉能可	Collahuasi	智利	56.55	降低运营比率, 集中保留矿山、选厂及港口工作人员。
	Mopani	赞比亚	9.90	削减开支, 宣布不可抗力, 5 月初宣布开始为期 90 天的运营, 随后进入检修模式。
自由港	Chino	美国	7.94	员工感染新冠病毒, 4 月 11 日晚间宣布关闭, 后在 4 月 26 日重启。此前, 该公司表示将停止派发股息和削减产量、成本。
	EIAbra	智利	8.16	4 月 27 日宣布将铜加工规模缩减 40%, 并裁员 275 人, 暂无最新消息。
	CerroVerde	秘鲁	45.50	3 月 17 日宣布暂停运营, 为期 15 天, 4 月 1 日已重启, 逐步恢复运营。
第一量子	CobrePanama	巴拿马	15.75	自 4 月进入检修状态, 日前公司已经向当局申请重启, 该矿山全年产量目标下调至 21-23 万吨。
波兰铜业集团		波兰	55.7	铜价跌破盈亏平衡点, 暂无修改 2020 年预算的打算。
力拓	OyuTolgoi	蒙古	4.9	放缓地下开发, 并下调公司全年铜产量目标。
	Kennecott	美国	18.46	3 月 18 日受地震影响关闭, 并发出不可抗力, 影响到公司全年产量, 重启信息尚不明确。
安托法加斯塔	LosPelambres	智利	36.34	4 月 6 日暂停智利 LosPelambres 铜矿扩建项目, 为期 120 天, 已经中止了大部分涉及 LosPelambres 扩建项目的合同。

数据来源：SMM，西南证券整理

全球铜矿商纷纷下调全年生产指引，预计全年受影响产量超 40 万吨。据中国产业信息网，目前全球铜矿项目大多由于公共卫生事件而暂停运营，其中自由港和第一量子下调最多：自由港宣布关停北美的 Chino 铜矿，同时其南美 CerroVerde 矿区此前因秘鲁政府公共卫生政策关停，下调 18.2 万吨；第一量子扩产项目 CobrePanama 宣布暂停运营 2-3 个月时间，下调 7.5 万吨。目前已公布下调生产指引吨矿山合计下调约 40 万吨，还有部分矿商未发布的全年产量指引，届时将超 40 万吨。

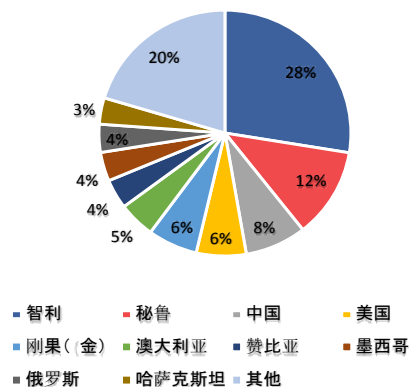
表 11: 全球铜矿商下调生产指引情况 (万吨)

公司	此前预期	最新预期	备注
必和必拓	176.3	176.3	大体不变, Antamina 正在执行审查
自由港	158.8	140.6	销量 (去除采购) 指引
英美资源	64.5	64.5	预期不变
力拓	55	49.75	由于疫情影响, 下调
第一量子	85.5	78	由于疫情影响, 下调
安托法加斯塔	74	72.5	预计产量将于预估区间的低端
嘉能可	130	125.5	由于疫情影响, 下调
淡水河谷	40	37	由于疫情影响, 下调
泰克资源	29.25	29.25	在新冠疫情明朗之前, 维持
OZ 矿业	9.15	9.15	暂不受疫情影响, 预期不变
总计	822.5	782.55	-39.95

数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

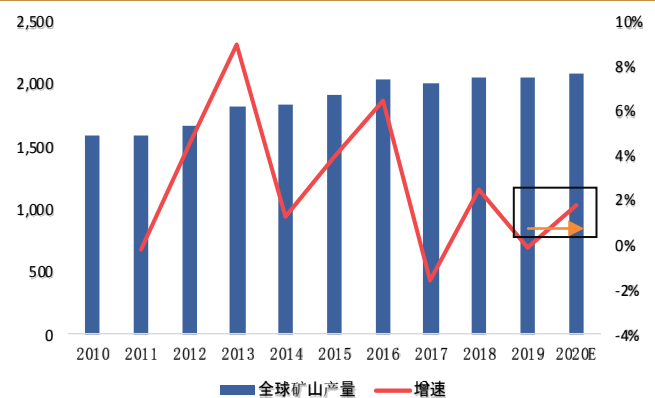
全球矿山产量增速放缓, 预计 2020 年零增长。据 USGS, 2019 年拉美地区为主要铜矿生产地, 智利、秘鲁、墨西哥铜矿产量合计占全球的 44%。据 ICSG, 过去十年中, 全球铜矿产量复合年均增长率为 2.8%, 2019 年铜矿产量同比减少 0.11% 至 2055.3 万吨, 远低于 2018 年 2.5% 的增速, 主要原因是矿石品位下降、多地罢工事件和极端天气等带来产量增速放缓。ICSG 于 2019 年预计 2020 年全球矿山产量为 2092 万吨, 同比增长 37 万吨, 由于疫情带来的全年生产指引下调超 40 万吨, 我们预计 2020 年全球铜矿产量接近零增长。

图 17: 2019 年全球铜矿产量分布



数据来源: USGS, 西南证券整理

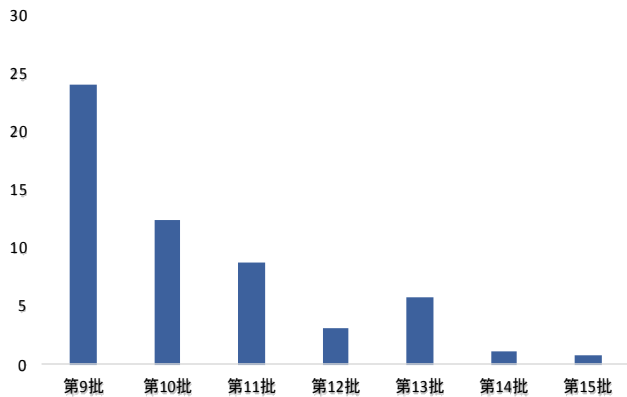
图 18: 2010 年以来全球矿山产量以及增速



数据来源: ICSG, 西南证券整理

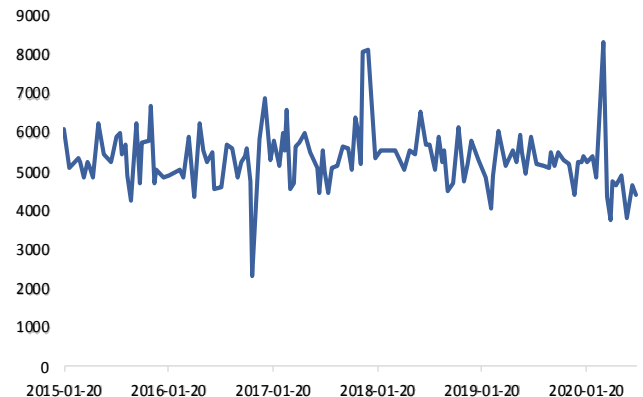
国内废铜供应量持续减少, 有利于精铜消费。据 SMM, 从 2019 年开始, 七类废铜进口完全禁止, 六类废铜从 7 月份开始也将转为限制进口类商品。同时环保政策也将影响国内的废铜回收量, 因此国内废铜供应总量将继续减少。2019 年国内废铜进口量同比下滑超 50%, 精废铜价差收窄, 废铜供应收紧短期有利于精铜的消费和去库存, 提升铜价。

图 19: 2019 年度铜进口批文情况 (万吨)



数据来源: SMM, 西南证券整理

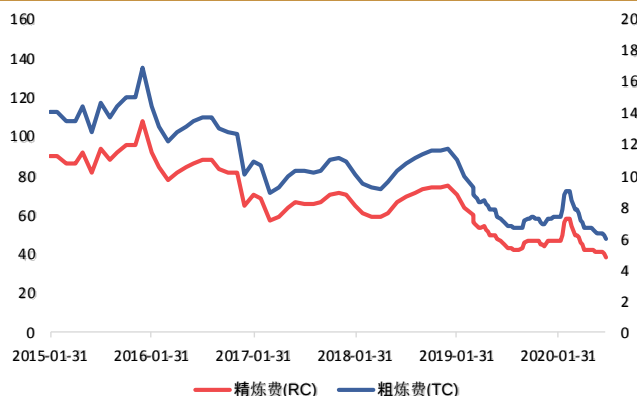
图 20: 2015 年以来铜精废价差 (元/吨)



数据来源: wind, 西南证券整理

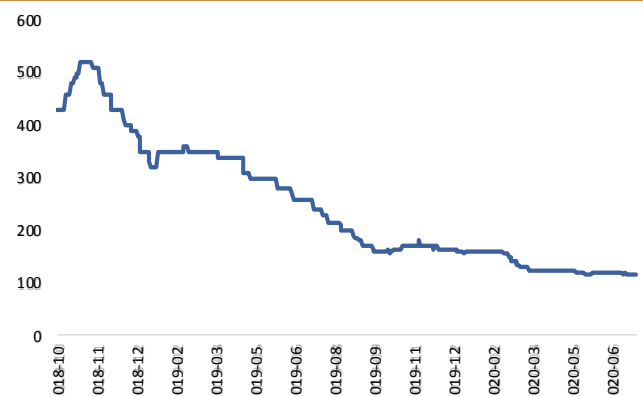
TC/RC 加工费不断下行, 印证铜精矿供给短缺, 中小冶炼企业生存困难。TC/RC 是铜矿企业向冶炼企业支付的加工费用, 直接影响冶炼厂受益水平的高低, 反映了铜矿企业议价权同冶炼企业的议价能力。从国内冶炼厂铜现货 TC 来看, 2020 年已经跌至 48 美元/吨, 同比削减 23%, 将该行业基准推至 9 年来的新低, 从侧面印证了全球铜矿供应紧缩。此外 2018 年底铜冶炼企业副产品硫酸价格出现大幅下滑, 目前国内硫酸均价为 115 元/吨, 同比下降 52%, 跌至 10 年来最低价位, 进一步影响铜冶炼企业盈利。

图 21: 2015 年以来中国现货 TC (美元/吨) 和 RC (美分/磅)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 22: 2018 年以来国内硫酸市场价格 (元/吨)

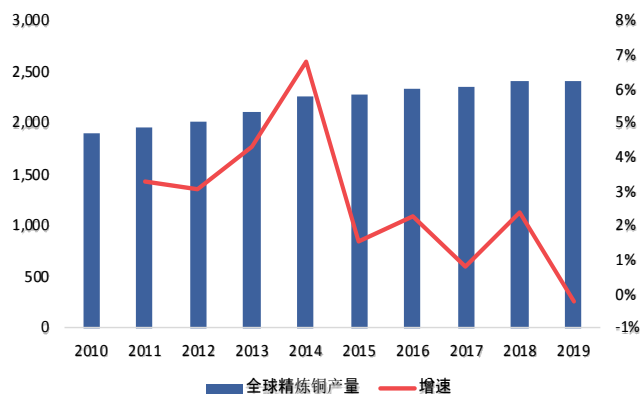


数据来源: choice, 西南证券整理

3.2 精炼铜全球需求缺口扩大, 风险偏好提升, 有效支撑铜价

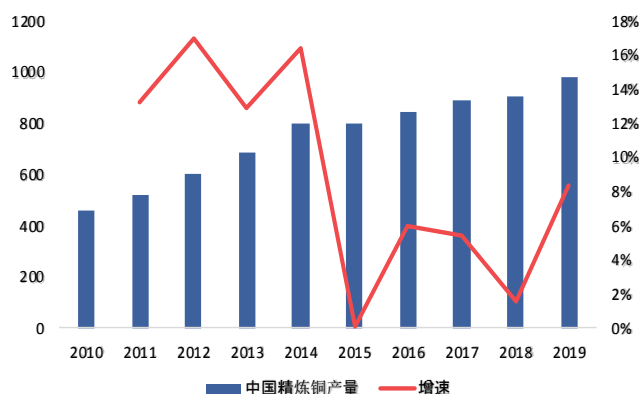
全球精炼铜产量增速跌至十年来最低, 中国精炼铜产量增速反弹。据 ICSG, 全球精炼铜产量从 2010 年的 1898 万吨增加到 2019 年的 2404 万吨, 复合年增长率为 2.7%。2019 年全球大量铜冶炼厂因为检修和维护导致运营中断, 2019 年增速跌至最低-0.2%; 而在过去的 10 年中, 中国精炼铜产能持续扩大, 从 2010 年的 457 万吨翻了一倍以上达到 2019 年的 978 万吨, 复合年增长率 8.8%。2019 年中国精炼铜产量同比增长 8.36%, 在一定程度上抵消其他国家的下滑。

图 23: 2010 年以来全球精炼铜产量 (万吨) 以及增速



数据来源: ICSG, 西南证券整理

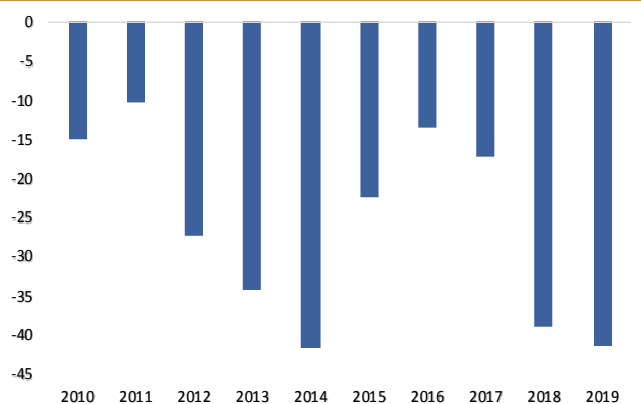
图 24: 2010 年以来中国精炼铜产量 (万吨) 以及增速



数据来源: ICSG, 西南证券整理

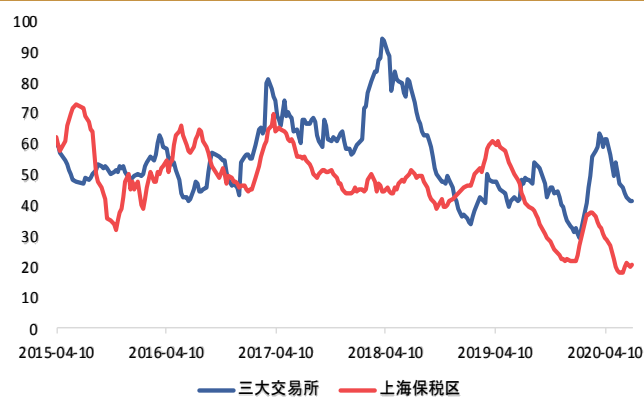
全球精炼铜需求缺口扩大, 全球铜库存加速减少。据 ICSG, 十年来全球精炼铜均存在需求缺口, 2016 年需求缺口开始扩大, 由 2016 年的 14 万吨扩大到 2019 年的 41 万吨, 我们预计 2020 年铜市整体依旧处于供需紧平衡的状态。此外, 2018 年开始, 全球铜库存开始大幅减少, 截至 2020 年 7 月 10 日, 全球三大交易所库存合计 41.6 万吨, 同比减少 13%, 与五年来最高相比减少 56%; 上海保税区库存为 21 万吨, 同比减少 50%, 与五年来最高相比减少 71%, 铜库存去化正处于加速时期。

图 25: 2010 年以来全球精炼铜需求缺口 (万吨)



数据来源: ICSG, 西南证券整理

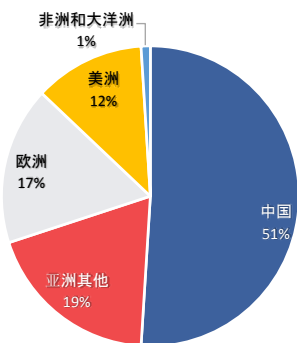
图 26: 2015 年以来全球三大交易所和上海保税区铜库存 (万吨)



数据来源: wind, 西南证券整理

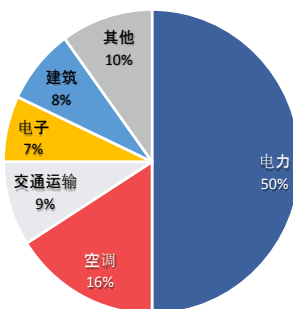
中国精炼铜消费量占全球一半, 电力用铜占中国铜消费量一半。中国一直是全球最大的铜消费国, 2019 年中国精炼铜消费占全球的 51%, 所以中国的消费对铜价和全球铜行业有着重大影响。据 WoodMackenzie, 中国铜消费主要依赖电力行业, 2019 年电力行业约占中国总需求 50%, 其他消费领域包括家用电器、交通运输、电子、建筑等行业。

图 27：2019 年全球精炼铜消费地区占比



数据来源: statista, 西南证券整理

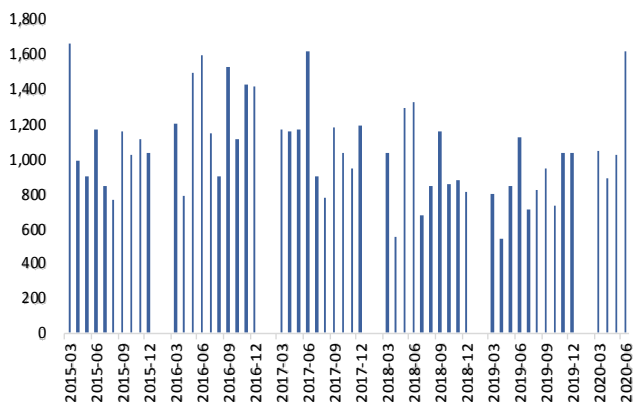
图 28：2019 年中国精炼铜消费结构



数据来源: WoodMackenzie, 西南证券整理

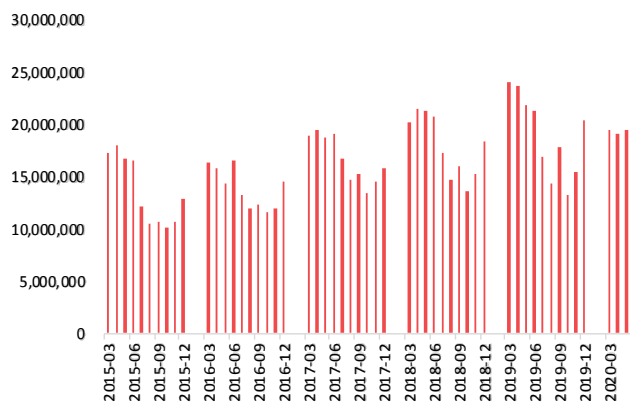
中国传统行业铜消费疲软。据我国工业和信息化部，铜消费整体不容乐观：2019 年我国下游消费继续放缓，电力行业投资低于预期，家用空调、冰柜、冰箱等增幅同比下滑，汽车行业进入低增长状态，房地产行业基本稳定。据工信部统计，2019 年我国铜消费同比增长 2%，增速同比回落 0.5 个百分点。

图 29：2015 年以来我国电力设备产量（万千瓦）



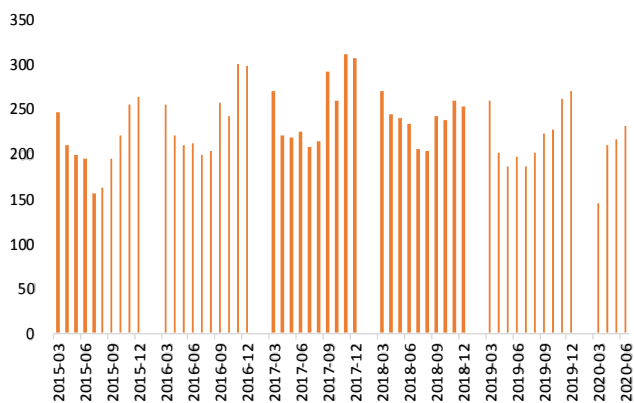
数据来源: choice, 西南证券整理

图 30：2015 年以来我国空调产量（万台）



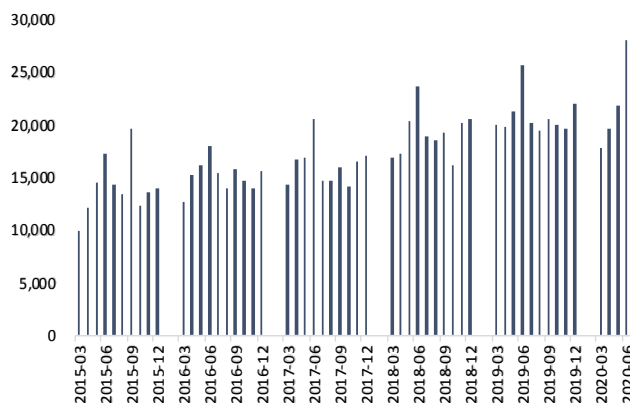
数据来源: choice, 西南证券整理

图 31：2015 年以来我国汽车产量（万辆）



数据来源: choice, 西南证券整理

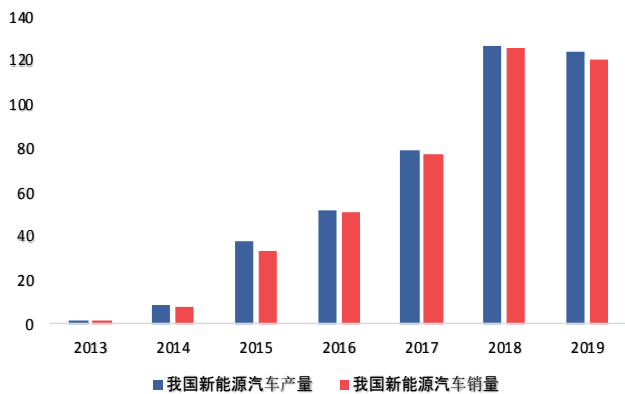
图 32：2015 年以来我国房屋新开工面积（万平方米）



数据来源: choice, 西南证券整理

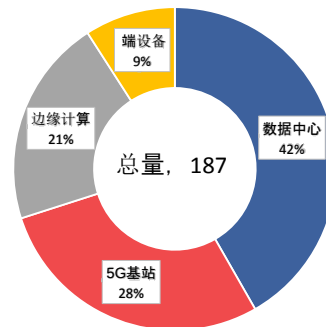
未来看好新能源和 5G 带来用铜量增加。据智研咨询, 2019 年我国新能源汽车产销分别为 124 万辆和 121 万辆, 6 年年均复合增长率为 102%; 据《财经》杂志, 到 2025 年, 数字基础设施的“新基建”将增加 187GW 电力负荷, 包括数据中心、5G 基站、边缘计算和端设备, 占全国耗电量的比例将达到 17.8%。未来看好新能源行业如新能源汽车和光伏组件成为铜消费新亮点, 以及数字基础设施建设带来巨大的用电量对铜消费的拉动。

图 33: 2013 年以来我国新能源汽车产销量



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

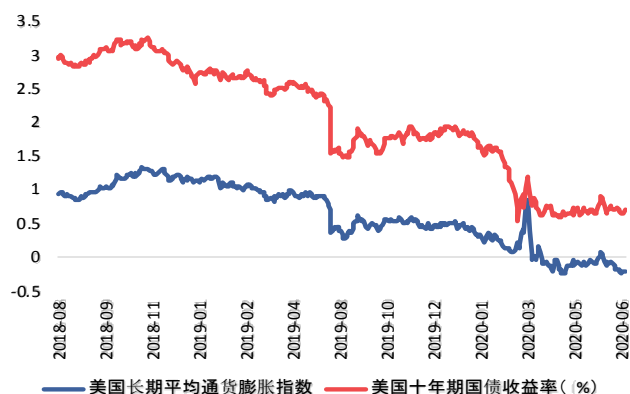
图 34: 2025 年我国新基建增加的电力负荷 (GW)



数据来源: 《财经》杂志, 西南证券整理

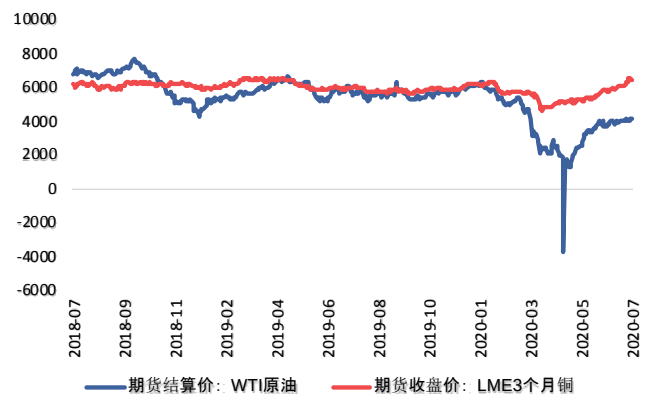
全球风险偏好转变, 铜价有望提升。2020 年 3 月, 由于 OPEC 谈判破裂, 沙特不同意减产, 发动油价战, 从而油价大跌。再加上疫情的影响, 进一步降低了全球通胀预期, 美国十年期国债收益率大跌, 铜价也被波及。目前海外新冠单日新增确诊病例持续下降, 全球疫情短暂得到控制, 随着原油减产协议达成、美联储无限量 QE 以及各国陆续复工复产和进行财政刺激等, 此前的铜价已经大概率消化了最悲观的预期开始回调, 下游短期需求得到改善, 长期需求则取决于全球经济结构调整和重塑进程, 我们预计铜价未来有望进一步提升。

图 35: 近两年美国通货膨胀指数与十年期国债收益率



数据来源: choice, 西南证券整理

图 36: WIT 原油价与 LME3 个月铜价



数据来源: choice, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 依据公司 2020 年的经营目标及三大冶炼厂产能, 未来三年阴极铜的销量分别为 120 万吨、130 万吨、130 万吨, 黄金的销量均为 10 吨, 白银的销量均为 600 吨;

假设 2: 未来三年阴极铜的销售单价分别为 4.31 万元/吨、4.44 万元/吨、4.58 万元/吨, 黄金的销售单价分别为 380 元/克、430 元/克、480 元/克, 白银的销售单价分别为 4.1 元/克、5.0 元/克、5.5 元/克;

假设 3: 未来三年阴极铜毛利率均为 5.4%, 贵金属毛利率分别为 21.2%、23.2%、25.8%;

假设 4: 其他产品维持 2019 年的收入、成本不变。

表 12: 分产品收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
阴极铜	收入	48539.1	51748.6	57742.9	59475.1
	增速	46.7%	6.6%	11.6%	3.0%
	成本	45812.3	48954.2	54624.7	56263.5
	毛利率	5.6%	5.4%	5.4%	5.4%
硫酸	收入	637.9	645.0	736.0	833.0
	增速	-15.2%	1.1%	14.1%	13.2%
	成本	499.4	562.2	601.5	640.7
	毛利率	21.7%	12.8%	18.3%	23.1%
贵金属	收入	6093.0	6260.0	7300.0	8100.0
	增速	11.2%	2.7%	16.6%	11.0%
	成本	4917.2	4934.2	5604.0	6009.0
	毛利率	19.3%	21.2%	23.2%	25.8%
其他产品	收入	8019.9	8019.9	8019.9	8019.9
	增速	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	7453.2	7453.2	7453.2	7453.2
	毛利率	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
合计	收入	63290.0	66673.5	73798.7	76428.0
	增速	33.4%	5.3%	10.7%	3.6%
	成本	58682.2	61903.9	68283.4	70366.4
	毛利率	7.3%	7.2%	7.5%	7.9%

数据来源: Wind, 西南证券

根据以上说明和假设, 我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 666.7 亿元、738 亿元和 764.3 亿元, 归母净利润分别为 7.8 亿元、10 亿元和 12.2 亿元, 对应的 PE 分别为 33 倍、26 倍和 21 倍, 首次覆盖, 给予“持有”评级。

表 13：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
600362.SH	江西铜业	15.95	0.71	0.54	0.71	0.88	23.77	29.37	22.47	18.03
000630.SZ	铜陵有色	2.34	0.08	0.07	0.08	0.09	28.70	32.60	28.66	25.32
601899.SH	紫金矿业	6.33	0.17	0.17	0.25	0.34	27.19	36.33	25.41	18.82
000878.SZ	云南铜业	15.15	0.39	0.43	0.51	0.60	34.66	33.06	27.83	23.67
平均值（剔除云南铜业后）								32.77		

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

海外铜精矿供给不及预期；公司冶炼产能不及预期；铜价剧烈波动。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	63290.00	66673.49	73798.71	76427.99	净利润	974.76	1140.36	1461.93	1776.59
营业成本	58682.22	61903.88	68283.43	70366.40	折旧与摊销	1468.18	1473.52	1473.52	1473.52
营业税金及附加	314.64	348.25	392.71	399.74	财务费用	953.11	1044.10	1119.70	1198.99
销售费用	598.19	601.07	679.88	702.11	资产减值损失	-98.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	1399.01	1400.81	1549.77	1605.37	经营营运资本变动	-1851.18	-1105.96	-662.31	-349.78
财务费用	953.11	1044.10	1119.70	1198.99	其他	-375.76	-132.24	-213.47	-121.22
资产减值损失	-98.03	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1071.08	2419.78	3179.36	3978.09
投资收益	169.35	150.00	150.00	150.00	资本支出	-1563.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-13.90	0.00	0.00	0.00	其他	-797.15	150.00	150.00	150.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2360.24	150.00	150.00	150.00
营业利润	1203.80	1525.38	1923.21	2305.37	短期借款	-1354.92	6949.38	-1340.42	-2465.25
其他非经营损益	-42.91	-46.42	-45.25	-45.64	长期借款	-583.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	1160.89	1478.97	1877.96	2259.73	股权融资	28.71	0.00	0.00	0.00
所得税	186.13	338.60	416.04	483.14	支付股利	0.00	-133.96	-156.72	-200.92
净利润	974.76	1140.36	1461.93	1776.59	其他	3295.40	-5355.33	-1119.70	-1198.99
少数股东损益	304.94	356.74	457.34	555.77	筹资活动现金流净额	1385.42	1460.08	-2616.84	-3865.16
归属母公司股东净利润	669.82	783.62	1004.59	1220.81	现金流量净额	108.21	4029.86	712.52	262.93
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2637.49	6667.35	7379.87	7642.80	成长能力				
应收和预付款项	2140.08	2427.97	2668.19	2707.31	销售收入增长率	33.44%	5.35%	10.69%	3.56%
存货	13024.56	13724.47	15209.07	15644.31	营业利润增长率	86.43%	26.71%	26.08%	19.87%
其他流动资产	1860.10	1942.08	2134.51	2205.52	净利润增长率	142.63%	16.99%	28.20%	21.52%
长期股权投资	767.73	767.73	767.73	767.73	EBITDA 增长率	34.49%	11.53%	11.71%	10.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	18884.95	17713.31	16541.67	15370.03	毛利率	7.28%	7.15%	7.47%	7.93%
无形资产和开发支出	1942.52	1683.79	1425.05	1166.31	三费率	4.66%	4.57%	4.54%	4.59%
其他非流动资产	1106.49	1063.35	1020.21	977.06	净利率	1.54%	1.71%	1.98%	2.32%
资产总计	42363.92	45990.03	47146.29	46481.06	ROE	8.04%	8.73%	10.18%	11.15%
短期借款	7258.31	14207.69	12867.27	10402.02	ROA	2.30%	2.48%	3.10%	3.82%
应付和预收款项	7007.07	6955.91	7980.75	8150.69	ROIC	5.74%	5.81%	6.95%	8.19%
长期借款	8349.89	8349.89	8349.89	8349.89	EBITDA/销售收入	5.73%	6.06%	6.12%	6.51%
其他负债	7622.06	3418.98	3585.62	3640.03	营运能力				
负债合计	30237.33	32932.47	32783.53	30542.63	总资产周转率	1.59	1.51	1.58	1.63
股本	1699.68	1699.68	1699.68	1699.68	固定资产周转率	3.81	3.87	4.59	5.13
资本公积	5832.48	5832.48	5832.48	5832.48	应收账款周转率	300.35	323.66	231.25	252.61
留存收益	764.56	1414.21	2262.08	3281.97	存货周转率	5.38	4.61	4.71	4.56
归属母公司股东权益	8372.14	8946.37	9794.24	10814.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.09%	—	—	—
少数股东权益	3754.45	4111.19	4568.53	5124.30	资本结构				
股东权益合计	12126.59	13057.56	14362.77	15938.43	资产负债率	71.38%	71.61%	69.54%	65.71%
负债和股东权益合计	42363.92	45990.03	47146.29	46481.06	带息债务/总负债	51.62%	68.50%	64.72%	61.40%
					流动比率	0.98	1.09	1.21	1.38
					速动比率	0.33	0.48	0.54	0.62
					股利支付率	0.00%	17.10%	15.60%	16.46%
					每股指标				
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股收益	0.39	0.46	0.59	0.72
EBITDA	3625.09	4043.00	4516.44	4977.88	每股净资产	7.13	7.68	8.45	9.38
PE	38.44	32.86	25.63	21.09	每股经营现金	0.63	1.42	1.87	2.34
PB	2.12	1.97	1.79	1.62	每股股利	0.00	0.08	0.09	0.10
PS	0.41	0.39	0.35	0.34					
EV/EBITDA	11.62	10.10	8.58	7.24					
股息率	0.00%	0.52%	0.61%	0.78%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn