# 能耗双控限制产能支撑铝价，锂价加速上涨势不可挡

—8 月行业动态报告

有色金属行业

**推荐** 维持评级

## 核心观点

- **经济动能衰减叠加下游消费淡季，有色金属行业景气度波动加剧。**国内经济动能放缓，7 月工业增加值同比增速下滑至 6.50%，8 月 PMI 指数下滑至 50.1，有色金属下游消费进一步进入淡季，而美联储主席鲍威尔确定年内开启 Taper，工业金属需求有所下滑。而在需求走弱的同时国内有色金属行业在供应上也受到限制。发改委发布上半年能耗双控情况，9 个省市能耗强度同比不降反升，10 个省市降低率不达要求，全国节能形势仍极为严峻。在能耗双控、节能限电的情况下，多地以电解铝为首的有色金属产能无法正常运行。供应端的问题与低库存在一定程度上支撑了 8 月有色金属的价格。而在新能源汽车强力需求的拉动下，以锂为代表的能源金属价格继续强势上涨。在 9 月有色金属行业下游进入传统的消费旺季，有色金属消费边际改善，行业景气度有望提升。
- **投资建议：**发改委印发《2021 年上半年各地区能耗双控 目标完成情况晴雨表》，9 个省市能耗强度同比不降反升，10 个省市降低率不达要求，全国节能形势仍极为严峻。在能耗双控，节能限电的情况下，多地电解铝产能被迫错峰生产。且在一些省份下半年能耗双控面临升级的情况下，百川盈孚预计前期内蒙以及西南地区减产产能难以恢复，且新疆地区或将 40 万吨产能受限，以及据目前的传言来看，广西地区除去前期减产的 25 万吨外，需再度减产 37 万吨左右。供应端的持续影响使电解铝库存处于持续去库的状态，支撑铝价保持强势。而在 9 月下游重新进入消费旺季铝需求有望边际改善的情况下，基本面仍将给与铝价支撑，建议关注电解铝板块天山铝业、云铝股份、神火股份、中国铝业。国内新能源汽车景气度持续火热，且进入 9-10 月份的旺季后，产业链下游电池厂与正极材料厂在新增产能投产放量的情况下排产可能跳升，锂盐需求预计将会继续上行。而锂资源的紧缺问题正在逐步发酵，下半年锂资源的增量仅有 Mt Calltin 与 Pilbara 产能利用率提升，泰利森二期的产能释放以及 SQM 的新增产能增量，国内锂精矿进入实质性短缺，年底国内锂精矿库存或将近乎消耗完毕。在供需矛盾加剧的情况下，8 月锂价呈现加速上涨趋势，电池级碳酸锂、氢氧化锂、锂精矿分别较 7 月上涨 43%、25%、24%至 12.64 万元/吨。而 9 月份锂盐下游需求的持续放量，以及 Pilbara 在 BMX 电子交易平台的锂精矿新一轮拍卖，或将成为锂价在 9 月继续加速上涨的催化剂。我们继续看好锂板块的投资计划，建议关注赣锋锂业、天齐锂业、融捷股份、永兴材料、江特电机、西藏矿业、西藏城投、雅化集团、天华超净、中矿资源、科达制造、盛新锂能。此外，稀土冶炼方面四川地区之前停产产能未能复产，包头地区新增停产企业，广东地区仅有部分企业复产，而原料端受限海运成本影响美国矿进口数量有限，缅甸矿因疫情影响无法进口，稀土市场的供应仍将处于紧张状况的情况下，稀土价格有望在 9 月旺季来临下重新进入上涨通道，建议关注北方稀土、五矿稀土、广晟有色、盛和资源、厦门钨业。

**分析师**

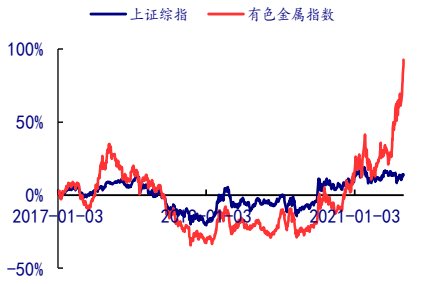
华立

☎：021-20252650

✉：huali@chinastock.com.cn

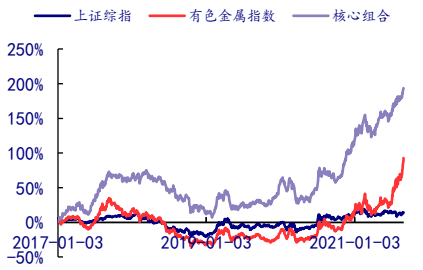
分析师登记编码：S0130516080004

**行业数据** 2021.8.31




*资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理*

**核心组合表现** 2021.8.31




*资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理*

**相关研究**

# 目 录

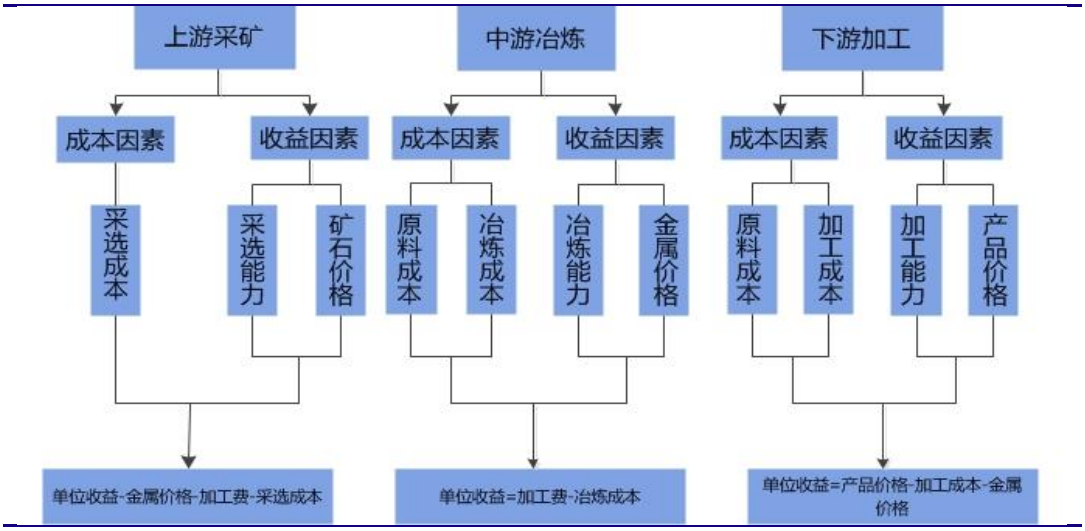
**一、经济动能衰减，有色金属景气波动加剧** ..... 2
（一）制造业产业链上游，国民经济生产活动的基础材料 ..... 2
（二）行业进入消费淡季，有色金属整体需求减弱 ..... 2
（三）有色金属行业处于产能下行周期，新增产能增速明显下滑 ..... 5
（四）政策性控制行业产能逆周期调节，下游创造行业新需求热点 ..... 6
（五）有色金属子行业景气度严重分化 ..... 9
（六）有色金属行业财务数据 ..... 10
**二、有色金属行业已成熟阶段，海外与新金属是未来新增长点** ..... 13
（一）国内有色金属行业未来发展空间已然不大 ..... 13
（二）海外与新金属将成为新未来增长看点 ..... 14
（三）海外矿山资源占优，国内冶炼产能领先 ..... 15
**三、有色金属行业面临的发展问题与建议** ..... 16
（一）有色金属行业发展所面临的问题 ..... 16
（二）有色金属行业发展建议 ..... 17
**四、有色金属行业在资本市场的发展** ..... 18
（一）有色金属行业上市高峰期已过，市值占比呈下行趋势 ..... 18
（二）有色金属行业估值处于历史中枢附近 ..... 19
**五、投资建议与核心组合** ..... 21
**六、风险提示** ..... 22

# 一、经济动能衰减，有色金属行业景气度波动加剧

## （一）制造业产业链上游，国民经济生产活动的基础材料

有色金属是指铁、铬、锰三种金属以外的所有金属。由于所拥有的特殊物理、化学属性，有色金属被开采并加工为各种原材料，使用在各类生产活动中最终形成终端消费品。因此，有色金属是国民经济发展的重要材料，航空航天、汽车、机械制造、电力、通讯、建筑、家电几乎所有的制造性行业都以有色金属为生产基础。它不仅是世界上重要的关键性战略物资，也是人类生活中不可缺少的生产消费资料。有色金属行业处于整个制造业产业链的最上游，从有色金属矿石资源端的采选开始，到中游冶炼端的加工形成标准化的金属品，再到有色金属深加工制作成合金零部件，最终被用于制造业下游最终端的消费中。由于有色金属处于产业链上游资源端，众多与国民经济中的重要行业（房地产、建筑、汽车、家电、电力设备等）是其下游，这使有色金属行业的运行与整个国民经济息息相关，呈现出极强的周期性。此外，有色金属与石油一样属于大宗商品，在国际上被广泛贸易用并以美元定价，这又赋予了有色金属商品属性与金融属性。

**图 1：有色金属产业链结构**

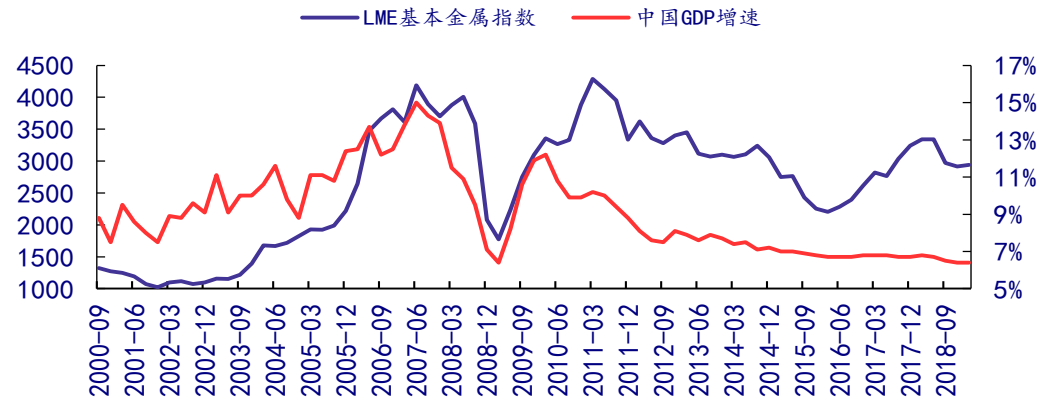



*资料来源：Wind，中国银河证券研究院*

## （二）行业进入消费淡季，有色金属整体需求减弱

有色金属产品最终被用于房地产、建筑、汽车、机械、家电、电力设备等行业中进行消费，有色金属行业的需求由这些行业的景气度所决定。而这些行业基本是我国经济的支柱形产业，因此从宏观上来看有色金属的需求，甚至有色金属价格以及有色金属行业景气度受整个经济周期波动的巨大影响。

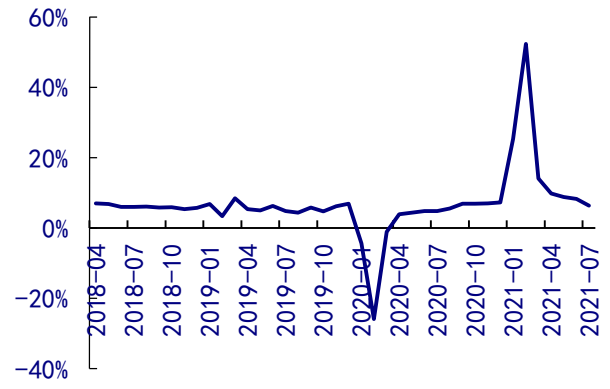
图 2：有色金属行业景气度受经济周期波动影响




资料来源：Wind，中国银河证券研究院

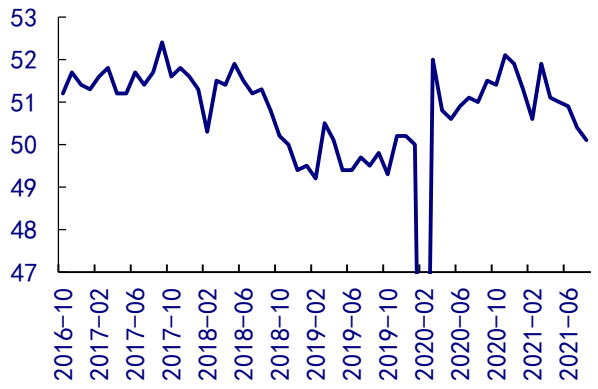
国内经济动能放缓，7 月工业增加值同比增速下滑至 6.50%，8 月 PMI 指数下滑至 50.1，有色金属下游消费进一步进入淡季，而美联储主席鲍威尔确定年内开启 Taper，工业金属需求有所下滑。而在需求走弱的同时国内有色金属行业在供应上也受到限制。发改委印发《2021 年上半年各地区能耗双控 目标完成情况晴雨表》，9 个省市能耗强度同比不降反升，10 个省市降低率不达要求，全国节能形势仍极为严峻。在能耗双控、节能限电的情况下，多地以电解铝为首的有色金属产能无法正常运行。供应端的问题与低库存在一定程度上支撑了 8 月有色金属的价格。而在新能源汽车强力需求的拉动下，以锂为代表的能源金属价格继续强势上涨。在 9 月有色金属行业下游进入传统的消费旺季，有色金属消费边际改善，行业景气度有望提升。

图 3：中国规模以上工业增加值增速




资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 4：中国制造业采购经理人指数 PMI

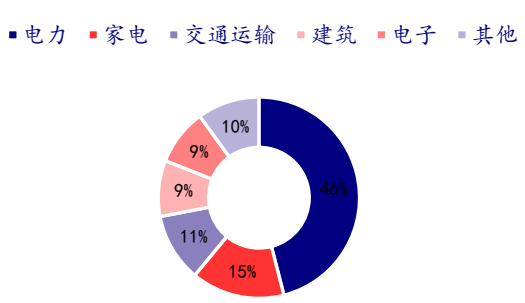



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

有色金属的下游需求基本集中在房地产、建筑、汽车、家电、机械与电力设备领域。如铜

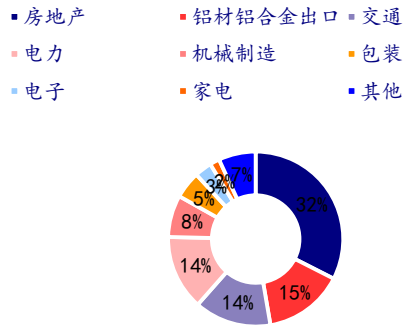
下游需求中房地产产业链中的电网占铜消费需求的 46%，家电占 15%，交通运输占 11%，建筑占 9%。而在铝的下游需求中，房地产占铝总消费的 32%，交通占 41%，电力占 14%。在锌的下游消费中，房地产建筑的占比高达 48%，交通占 23%，机械占 10%。因此，房地产、建筑、电力设备、家电占据了有色金属下游需求的绝大部分，决定了有色金属需求的走向。

**图 5：铜下游需求占比**




*资料来源：SMM，中国银河证券研究院*

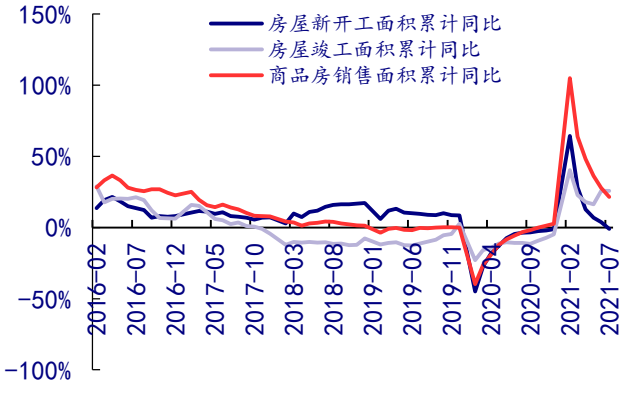
**图 6：铝下游需求占比**




*资料来源：SMM，中国银河证券研究院*

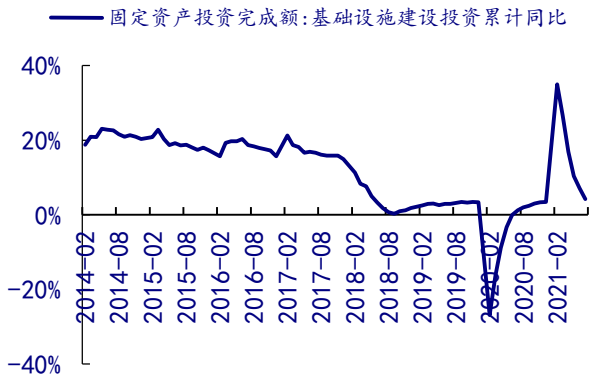
国内 7 月经济数据与 8 月 PMI 数据表明国内经济动能减弱，而 8 月有色金属下游消费进一步进入淡季以及能耗双控形势严峻下多地的限电使有色金属尤其是工业金属需求减弱。而在新能源汽车的拉动下能源金属的需求仍然旺盛且有景气继向上的趋势。从有色金属下游消费终端领域看，7 月数据皆出现明显下滑。国内房地产前 7 月新开工面积累计减少 0.90%。而竣工面积、销售面积分别累计增长 25.70%、21.50%；国内汽车行业 2021 年前 7 月销量分别同比增长 19.30%、17.20%；国内基础设施建设投资 2021 年前 7 月累计同比增长 4.19%；而国内 1-7 月电网基本建设投资完成额累计同比减少 1.17%。

**图 7：房地产销售、新开工、竣工增速**



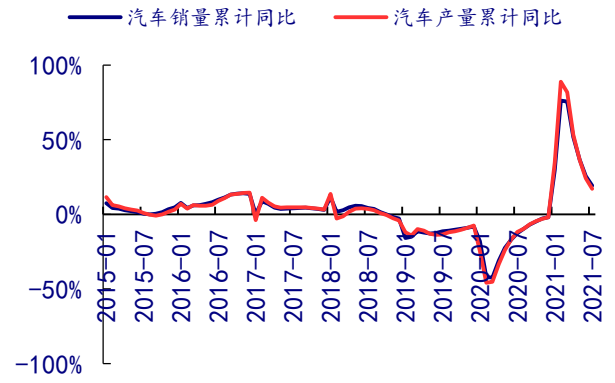

*资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院*

**图 8：基建固定资产投资完成额累计增速**



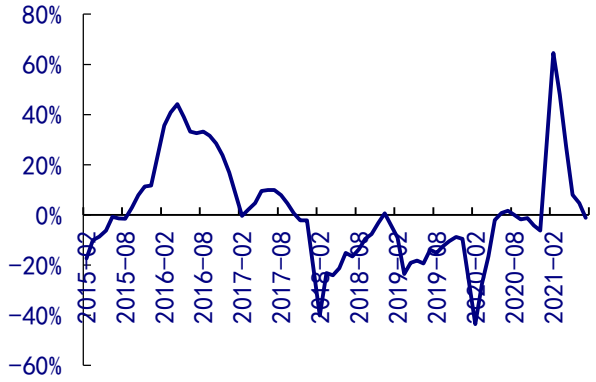

*资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院*

图 9：汽车产量、销量增速




资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

图 10：电网投资完成额增速

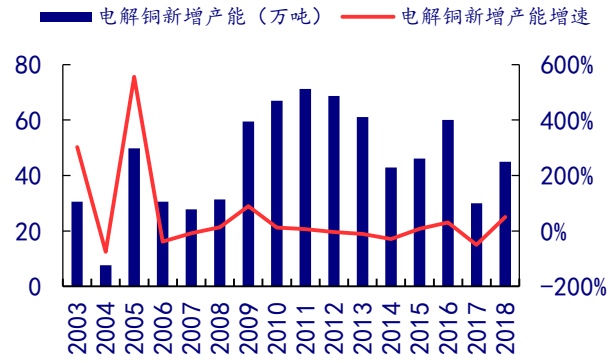



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （三）有色金属行业处于产能下行周期，新增产能增速明显下滑

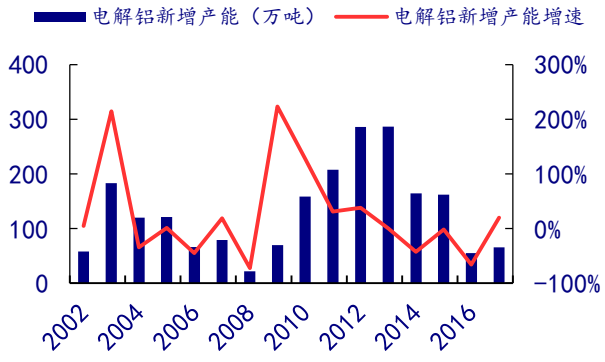
有色金属行业在经历了 2011-2013 年的产能扩张期后，由于有色金属行业产能供过于求的形势，以及有色金属企业盈利能力下降所造成的无力有多余资金进行新建产能投资，这使有色金属行业目前进入产能下行周期。有色金属行业的新增产能增速出现了明显的下滑，甚至一些行业如电解铝行业出现了高成本、落后产能出清的状况。而有色金属行业新建产能的先行指标有色金属行业固定资产投资增速在近些年也出现了下行的趋势，这表明了有色金属行业在未来一段时间内仍将不会有大量的新增产能出现。

图 11：电解铜新增产能与增速



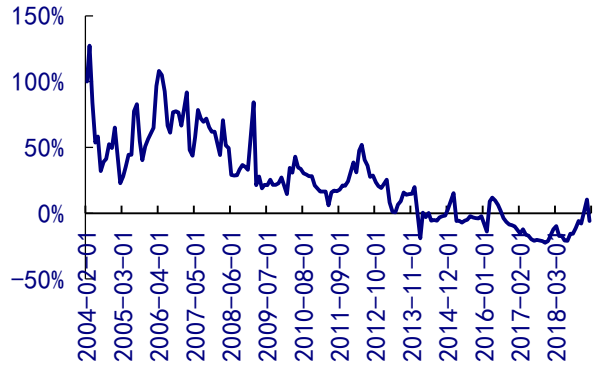

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 12：电解铝新增产能与增速



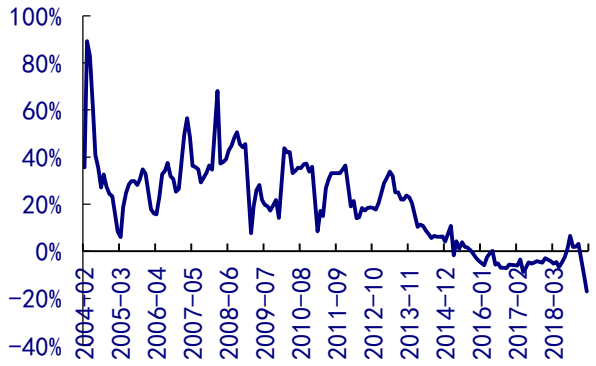

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 13：有色金属矿采选业固定资产投资增速




资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 14：有色金属冶炼及压延加业固定资产投资增速




资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

## （四）政策性控制行业产能逆周期调节，下游创造行业新需求热点

有色金属的行业政策主要在于控制行业的产能产量，以便于在逆周期时调节行业利润。由于有色金属行业尤其是产业链的冶炼环节，准入门槛低、产业链长、生产规模大，可有效拉动周边就业与提升地区产值，且在行业景气度高的期间能提供丰厚的利润，对地方政府的政绩与企业利润有极大的助力。因此，在整个宏观经济周期与有色金属行业周期上行的阶段，国内有大量的有色金属新建产能扩张。但在周期下行阶段，则极其容易造成产能过剩以及行业整体性的亏损。在这种情况下，出台行业政策，控制有色金属行业的产能与产量规模，进行逆周期调节，有利于有色金属行业整体的良性的、可持续性的发展。如国家在 2015 年提出供给侧改革的背景下，在 2017 年重点对有色金属行业中产能过剩比较严重的电解铝行业进行了供给侧改革，共关停 376 万吨违规在产产能，279 万吨在建产能推迟投产，有效缓解了电解铝行业产能过剩的问题。而在稀土行业，国家通过建立国有企业所掌控的六大及稀土集团，规定稀土矿开采与稀土冶炼分离产量，并进行对私挖稀土的“打黑”行动，来控制国内稀土行业的产量规模，对行业整体进行调控。

表 1：电解铝行业主要供给侧改革政策

| 时间 | 文件名称 | 文号 | 新增产能政策 | 在建产能政策 | 建成违规产能政策 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2013/10/15 | 《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》 | 国发[2013]41号 | 严禁建设 | 分类处理，等量或减量置换 | 全面清理，提出整顿方案 |
| 2015/4/20 | 《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》 | 工信部产业[2015]127号 | 新建项目产能置换指标须为 2013 年及以后列入工信部公告的企业淘汰产能 | 未经国家核准的在建项目产能置换指标，须为 2011 年及以后列入公告的企业淘汰产能 | |
| 2015/6/29 | 《关于印发对钢铁、电解铝、船舶行业违规项目清理意见的通知》 | 发改办产业[2015]1494号 | 不得开工建设 | 等量或减量置换，办理备案手续 | 整改后办理备案手续 |
| 2017/4/12 | 《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案的通知》 | 发改办产业[2017]656号 | | 落实 1494 号文意见，违规在建产能，立即停建 | 落实 1494 号文意见，违规建成产能，立即停产 |

资料来源：中债资信，中国银河证券研究院

**表 2：电解铝供给侧改革停产停建相关地方政府政策**

| 地区 | 时间 | 内容 |
|---|---|---|
| 新疆 | 2017 年 4 月 15 日 | 停止昌吉州境内 3 家企业违规在建电解铝产能项目建设，包括：新疆东方希望有色金属有限公司在建 80 万吨电解铝项目，新疆其亚铝电有限公司在建 80 万吨电解铝项目，新疆嘉润资源控股有限公司在建 40 万吨电解铝项目。 |
| 内蒙古 | 2017 年 4 月 28 日 | 责令内蒙古创源金属有限公司、内蒙古锦联铝材有限公司未取得产能置换指标的违规项目停产停建，落实产能置换指标，在办理产能置换手续前，不得复产复建。2017 年 9 月，锦联铝材发布公告停产 20 万吨电解铝产能、停产停建 2*660MW 发电机组。 |
| 河南 | 2017 年 7 月 1 日 | 发布 “关于印发河南省化解过剩产能攻坚方案等五个的通知 ”，《方案》 明确，电解铝产能退出标准为停一年以上的将拆除槽、变压器 等主要设备。引导 3 家电解铝企业退出长期停产能 50 万吨以上。 2018 年年底前，对退出产能主要设备实施拆除。 |
| 山东 | 2017 年 7 月 21 日 | 魏桥创业集团违规建成电解铝项目 5 个，违规产能 268 万吨；信发集团违规产能 53 万吨。对以上违规电解铝项目，由滨州、聊城市人民政府负责于 7 月底前关停，同时分别停运相应规模煤电机组（不含已纳入 2017 年及以前年度淘汰关停机组）。其中，滨州市魏桥集团停运煤电机组 570 万千瓦左右；聊城市信发集团停运煤电机组 100 万千瓦左右。 |

*资料来源：中债资信，中国银河证券研究院*

环保政策对有色金属行业的限制越发严重。有色金属行业属于高耗能、高排放行业，会形成较大的环境污染。有色金属行业在采选环节与冶炼环节都需要大量的能源进行支持，如生产一吨电解铝需要消耗电力近 13500 千瓦时，全国生产电解铝的用电能耗约占全国社会用电量总量的 7%左右。因此，有色金属的生产必将生带来大量的废气排放，造成大气污染。此外，有色金属行业在采选、冶炼环节也会产生扬尘、废渣、废水等污染物，对环境安全造成极大的危害。在国家愈发重视环保的情况下，环保政策从严从紧，限制有色金属行业的生产以达到保护环境的目的。如 2017 年底国家出台采暖季限产政策对电解铝、氧化铝等行业的产能进行停产处理。此外，2018 年 6 月底国家发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，进一步要求限制有色金属等高耗能行业，大幅减少主要大气污染物的排放。而中央环保巡查组经常性的到地方巡视环保问题，也限制了山西、河南等铝土矿的开采，以及内蒙古、湖南等地锌矿、钨矿、稀土矿的开采。

**表 3：采暖季限产政策限制有色金属行业生产**

| 行业 | 采暖季限产规定 |
|---|---|
| 水泥、铸造等行业 | 水泥（含粉磨站）、铸造（不含电炉、天然气炉）、砖瓦窑等行业，除承担居民供暖、协同处置城市垃圾和危险废物等保民生任务外，采暖季全部实施错峰生产。承担保民生任务的，要根据承担任务核定最大允许生产负荷，9 月底前报地市级政府备案。10 月底前，燃煤发电机组（含自备电厂）未达到超低排放的全部停产。 |
| 钢铁行业 | 各地实施钢铁企业分类管理，按照污染排放绩效水平制定错峰限停产方案。石家庄、唐山邯郸安阳等重点城市，采暖季钢铁能限产 50%，以高炉生产能力计，采用企业实际用电量核实。 |
| 电解铝、化工类企业 | 电解铝厂限产 30%以上，以停产的电解槽数量计；氧化铝企业限产 30%左右，以生产线计；炭素企业达不到特别排放限值的，全部停产，达到特别排放限值的，限产 50%以上，以生产线计。涉及原料药生产的医企业 VOCs 排放工序、生产过程中使用有机溶剂的农药企业 VOCs 排放工序，在采暖季原则上实施停产由于民生等需 求存在特殊情况确需生产的，应报省级政府批准。 |

*资料来源：环保部，中国银河证券研究院*

**表 4：山西省与河南省环保督察制约铝土矿生产**

| 时间 | 地区 | 行动类型 | 具体活动 |
|---|---|---|---|
| 2018 年 | 山西省 | 环保督查 | 山西省环保厅提出，加大对中央环保督察问题整改工作的统筹协调、督察督导、宣传报道、责任追究、情况报送，要坚决完成中央环保督察反馈问题整改，进一步开展省、市环保督察，在完成省级环保督察全覆盖的基础上，完善山西省环境保护督察实施方案。**适时开展“机动式”“点穴式”督察和省级环保督察“回头看”，年内实现 11 个市全覆盖，推动“铁腕治污”常态化。** |
| 3 月初 | 山西省 | 矿山整顿 | 开展为期 3 个月的打击非法违法采矿大排查大整治行动，**严打无证勘查开采、超层越界、以各种名义变相违法开采等违法行为**，各地要针对苗头性、倾向性问题，采取有效措施，始终保持严格执法高压态势，绝不能让私挖滥采扰乱管理秩序。 |
| 4 月初 | 河南省 | 环保督察 | 河南省国土资源厅副厅长张兴辽表示，要按照生态文明建设要求，持续推动“三区两线”周边露天矿山开发与综合整治工作，**研究制定进一步加强露天矿山开发与综合整治工作的措施，加强对建材类露天开采矿山在规划布局、准入规模、审批登记和环境治理等方面的管理**，不断提升环境保护和资源保障水平，**持续推进自然保护区内矿业权退出工作，按照国家自然保护区内矿业权退出的新政策、新制度和新要求**，做好全省自然保护区内矿业权退出、补偿的相关工作。 |
| 4 月 9 日 | 河南省 | 环保督察 | 河南省环境保厅通报一季度河南省环境质量状况和大气污染防治、水污染攻坚等工作进展情况。目前全省大气污染防治项目总体进展较为顺利，已完成 132 个治理项目，**主要包括企业特别排放限值改造、超低排放改造试点、挥发性有机物治理、无组织排放治理、规划区燃煤设施拆改、遥感监测设备安装 6 大类 1659 个治理项目**。8 月底前，完成钢铁、建材、有色、火电、焦化等行业和锅炉无组织排放治理项目 789 个。9 月底前，完成无机化学、合成树脂、烧碱等化工行业，电解铝、铅、锌、铜等有色行业和铁合金、钢铁行业 190 个特别排放限值改造项目。 |
| 4 月 13 日-4 月 28 日 | 山西省 | 环保督察 | 在全国率先开展省级环保督察“回头看”，山西省委省政府环境保护督察组分别进驻吕梁、晋中两市，对两市开展环保督察“回头看”。督查重点包括：**山西省环保督察反馈意见整改落实情况；环保重点任务进展情况；中央环境保护督察涉及到的相关任务整改进展情况。** |
| 5 月 1 日-6 月 30 日 | 山西省 | 矿山整顿 | 对全省所有非煤矿山企业开展为期两个月安全生产专项整治工作，**严厉打击无证非法开采、超层越界开采等非法违法采矿行为**。 |
| 5 月 1 日-10 月 31 日 | 山西省 | 矿山整顿 | 实施**铁锤行动、守土行动、固本行动和清源行动**，利用半年的时间对全省**非煤矿山开展专项整治**。 |
| 6 月 1 日 | 河南省 | 环保督察 | 中央第一环境保护督察组进驻河南省开展为期一个月的环境保护督察“回头看”工作，并于郑州召开“回头看”工作动员会，本次“回头看”还同步开展大气污染防治专项督察。 |
| 8 月 10 日 | 山西省 | 矿山整顿 | 山西省公安厅对外公布，从即日起到 2018 年年底，与国土资源厅将**在全省范围内联合组织开展打击非法采矿违法犯罪专项行动**。 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 8 月 20 日 | 山西省、河南省 | 环保督察 | 中央环保组正式进驻汾渭平原进行环保调研，**山西、河南主要矿石区均接到通知，大部分矿山停产，而且需要对之前开采的矿山严格执行复垦方案。** |

*资料来源：SMM，阿拉丁，中国银河证券研究院*

政策对有色金属下游行业的影响，会影响有色金属行业的需求，甚至能创造有色金属行业新的需求亮点。国家对房地产行业、建筑行业、汽车行业的政策倾向，往往会影响上游有色金属行业的消费需求。在国家通过政策刺激房地产、汽车消费时，有色金属行业的需求往往有较好的表现。此外，国家政策对新兴行业的扶持，甚至会促进某些有色金属品种的崛起。如国家在近些年大力扶持新能源汽车行业，就刺激了新能源汽车产业链上游资源端钴锂金属需求快速的增长，使钴锂价格以及钴锂行业景气度大幅提升。

## （五）有色金属子行业景气度出现明显的分化

8 月主要有色金属子行业景气度分化严重。7 月中美制造业 PMI 数据下滑，经济动能减弱，8 月有色金属下游消费进一步进入淡季，而美联储主席鲍威尔确定年内开启 Taper，工业金属需求全面恶化，但国内能耗双控下限电对供应端的影响不同使工业金属内部不同品种的景气度出现分化。在新能源汽车强力需求的拉动下，能源金属景气度仍强势上行。具体来看，8 月 SHFE 铜价下跌 2.20%，铝价上涨 7.44%，锌价下跌 0.29%，镍价上涨 1.14%，锡价上涨 5.90%；贵金属方面，8 月 SHFE 黄金价格下跌 0.85%，白银价格下跌 4.26%。

**图 15：阴极铜期货活跃合约收盘价（元/吨）**

*资料来源：SHFE，中国银河证券研究院*

**图 16：铝期货活跃合约收盘价（元/吨）**

*资料来源：SHFE，中国银河证券研究院*

图 17：黄金期货活跃合约收盘价(元/克)

资料来源：SHFE，中国银河证券研究院

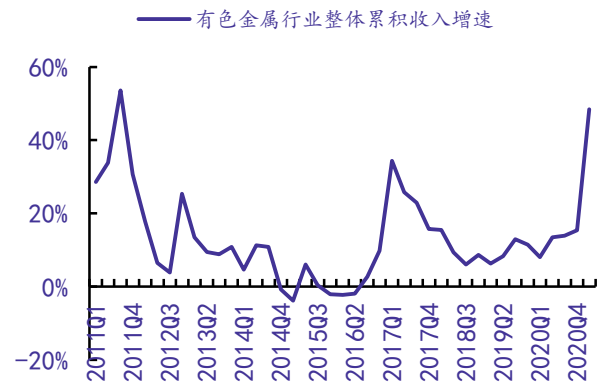
图 18：锌期货活跃合约收盘价（元/吨）

资料来源：SHFE，中国银河证券研究院

## （六）有色金属行业财务数据

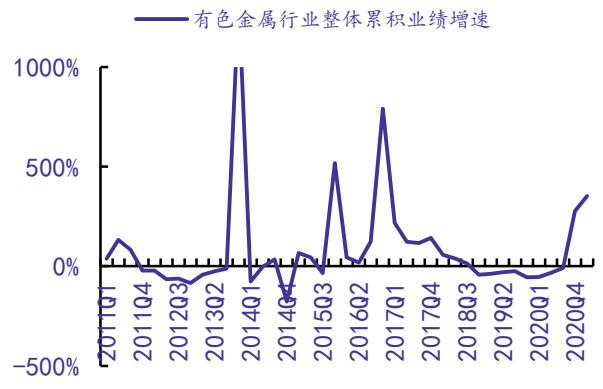
我们将 2020 年前上市的，有色金属一级行业中的共 119 家上市公司，作为一个整体进行测算。尽管受疫情影响 2020 年上半年有色金属行业业绩有所下滑，但各国推出史无前例的财政政策与货币政策刺激经济，随着国内疫情受到有效控制、有色金属行业下游需求恢复、有色金属企业生产恢复，叠加超额的流动性支撑下，有色金属行业景气度逐步回升，有色金属价格从底部快速反弹并超出疫情前水平，令有色金属行业上市公司业绩大幅改善。尤其 2020Q4 在疫苗研发取得突破性进展的情况下全球经济复苏预期抬升催化了有色金属价格继续上涨，有色金属企业的盈利能力得到持续强化，并一举扭转了上半年的业绩颓势，使 2020 年全年有色金属行业上市公司的业绩增速大幅增长。而 2021 年一季度在国内与欧美开始大规模疫苗、美国推出新一轮 1.9 万亿财政刺激，全球经济复苏与通胀归来预期再度升温，刺激有色金价格在高位基础上进一步上涨，有色金属行业业绩全面释放，再叠加去年一季度在疫情影响下的低基数效应，使 2021Q1 有色金属行业绩增速继续上行。有色金属行业上市公司 2021Q1 营业收入同比增长 48.39%，业绩同比增长 352.22%。

图 19：有色金属行业整体累计收入增速




资料来源：Wind，中国银河证券研究院

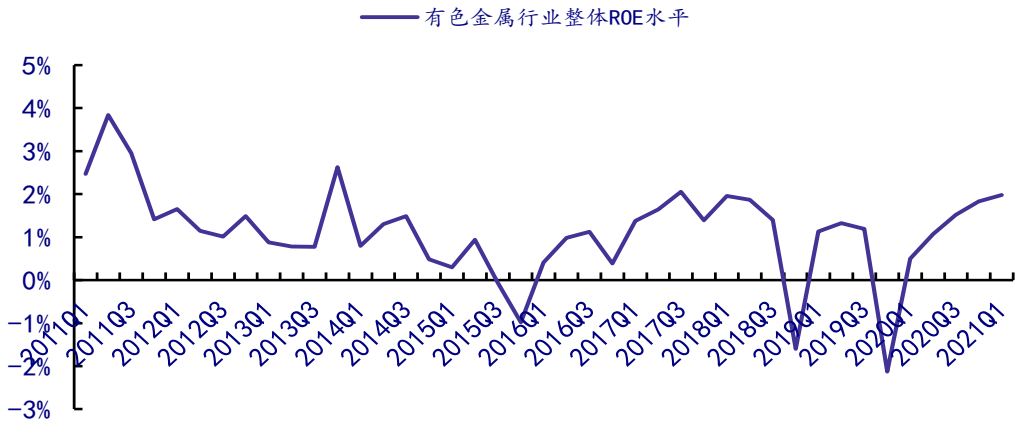
图 20：有色金属行业整体累计业绩增速




资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从 ROE 的绝对水平来看，有色金属行业整体的 ROE 在 2015Q4 后持续上行并在 2017 年三季度达到 2.05%的水平，创下 2014Q1 以来的新高。此后，有色金属行业 ROE 开始从高位震荡到持续下滑。2019Q4 有色金属行业整体 ROE 水平环比下滑 3.3 个百分点至-2.11%，创下 2011 年以来的新低。2020Q2 有色金属行业整体 ROE 水平在国内渡过疫情最困难阶段行业景气度改善下出现反弹，而此后有色金属行业整体 ROE 连续 3 个季度提升。2021Q1 有色金属行业整体 ROE 水平继续环比提升 0.15 个百分点至 1.98%。

**图 21：有色金属行业整体 ROE 水平**




*资料来源：Wind，中国银河证券研究院*

从杜邦分析的结果来看，有色金属行业整体 ROE 从 2020Q4 的 1.83%上升到 2021Q1 的 1.98%，环比提高 0.15 个百分点。其中，销售利润率从 2.93%提高到 3.08%，影响 ROE 为 0.09 个百分点，资产周转率从 0.27 提升到 0.29，影响 ROE 为 0.09 个百分点，成为 ROE 提升的最核心因素。而有色金属行业整体资产周转率从 2020 年四季度的 2.28 下降到 2021 年一季度的 2.24，拖累 ROE 下降 0.03%。

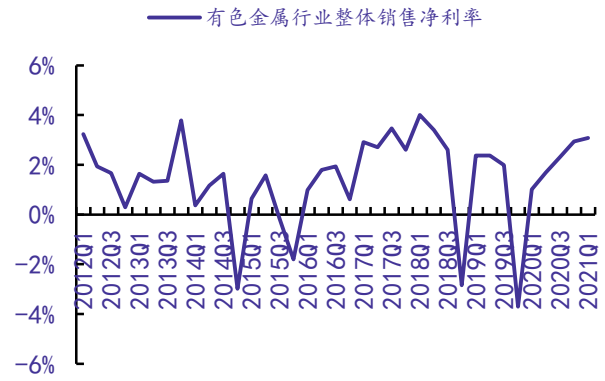
**表 5：销售利润率上行，支撑 ROE 环比提升**

| | 有色金属行业整体 | | | |
|---|---|---|---|---|
| | ROE | 销售利润率 | 资产周转率 | 权益乘数 |
| 2018Q1 | 1.96% | 4.02% | 0.22 | 2.26 |
| 2018Q2 | 1.87% | 3.40% | 0.24 | 2.25 |
| 2018Q3 | 1.40% | 2.60% | 0.24 | 2.26 |
| 2018Q4 | -1.60% | -2.85% | 0.25 | 2.23 |
| 2019Q1 | 1.13% | 2.37% | 0.21 | 2.26 |
| 2019Q2 | 1.33% | 2.38% | 0.24 | 2.29 |
| 2019Q3 | 1.19% | 1.99% | 0.26 | 2.31 |
| 2019Q4 | -2.11% | -3.70% | 0.25 | 2.31 |
| 2020Q1 | 0.50% | 1.02% | 0.21 | 2.34 |
| 2020Q2 | 1.07% | 1.69% | 0.27 | 2.38 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **2020Q3** | 1.51% | 2.30% | 0.28 | 2.36 |
| **2020Q4** | 1.83% | 2.93% | 0.27 | 2.28 |
| **2021Q1** | 1.98% | 3.08% | 0.29 | 2.24 |

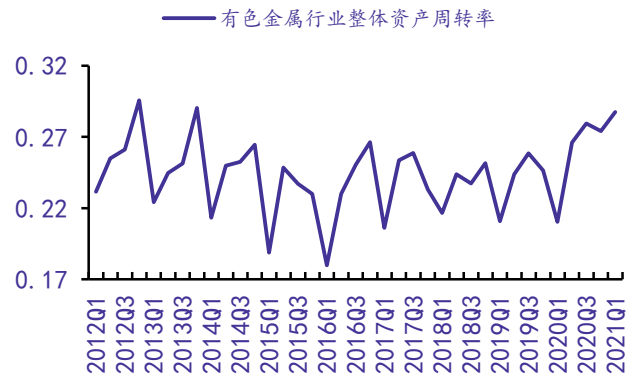
*资料来源：Wind，中国银河证券研究院*

**图 22：有色金属行业整体销售利润率**




*资料来源：Wind，中国银河证券研究院*

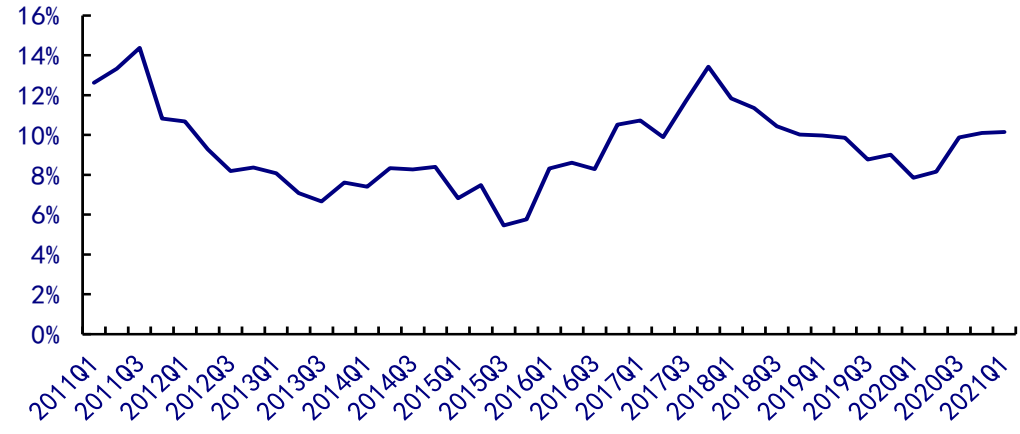
**图 23：有色金属行业整体资产周转率**




*资料来源：Wind，中国银河证券研究院*

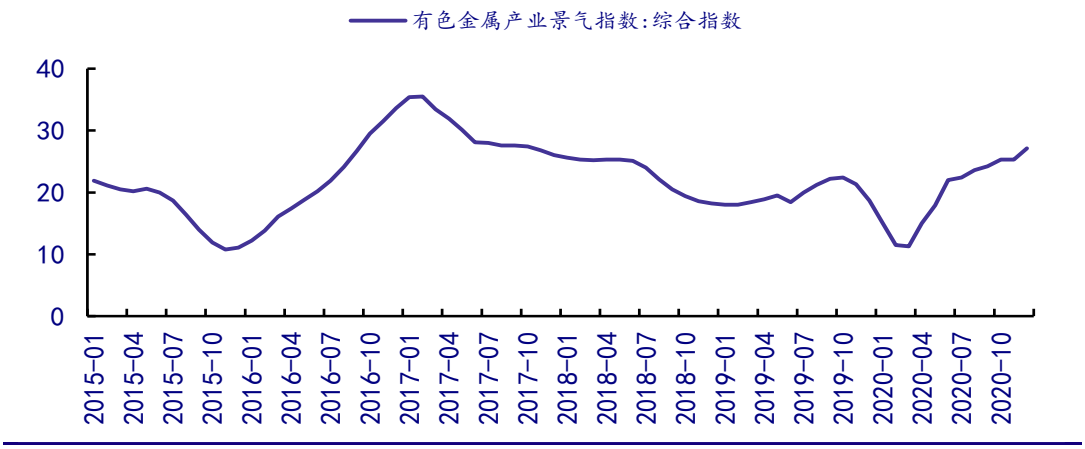
有色金属企业 2021Q1 毛利率为 10.14%，较 2020Q4 环比上行 0.04 个百分点。行业毛利率水平的提升，主要是由于国内与欧美开始大规模疫苗、美国推出新一轮 1.9 万亿财政刺激、市场流动性宽裕下，全球经济复苏与通胀归来预期再度升温，有色金属价格继续上涨（中国大宗商品有色类价格指数 2021Q1 均价较 2020Q4 均价环比上涨 7.96%）。考虑到全球流动性拐点未至，二季度进入下游开工旺季后有色金属行业的消费需求有望大幅改善，而印度、南美等有色金属矿产地疫情恶化、中澳战略经济对话无限期暂停等一系列突发事件打击全球有色金属供应链体系，使供需矛盾更为突出，驱动有色金属价格上涨，预计 2021Q2 有色金属行业整体毛利率水平有望继续提升。

**图 24：有色金属行业整体销售毛利率水平**




*资料来源：Wind，中国银河证券研究院*

图 25：有色金属行业景气度



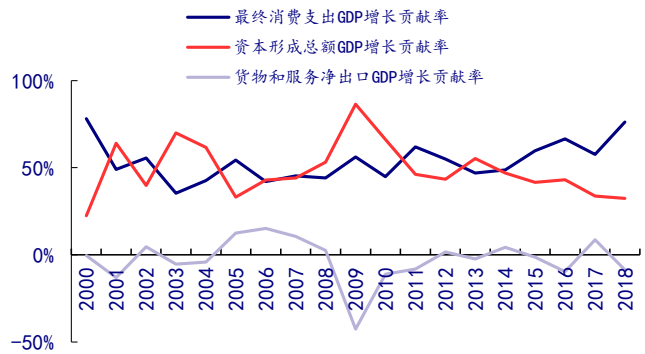

*资料来源：中国有色金属工业协会，中国银河证券研究院*

# 二、有色金属行业已成熟阶段，海外与新金属是未来新增长点

## （一）国内有色金属行业未来发展空间已然不大

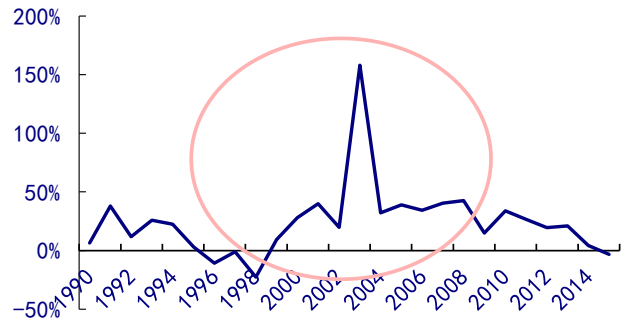
自 2000 年起，尤其是我国加入 WTO 组织后，我国全面进入全球经济的制造分工中，形成了南美提供资源，我国进行加工制造，西方发达国家进行消费的全球化产业链。而在我国成为全球经济产业链中最大体量的制造环节的情况下，需要大量的基建投资与制造业产能投放。投资也成为了当时拉动我国经济增长三驾马车中最为重要的一辆。在国内投资主导经济的 2000-2010 年阶段，有色金属需求也被大量的带动，有色金属行业的产能与产量被大量投放。

图 26：2000-2010 年投资是拉动经济增长最为重要的需求




*资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院*

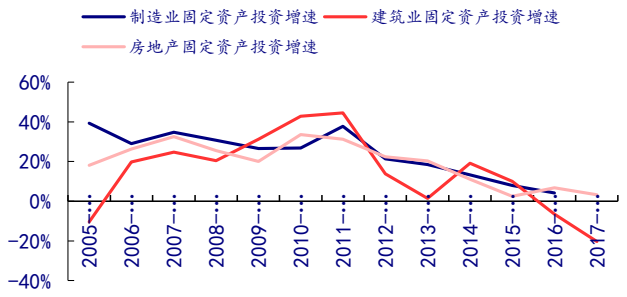
图 27：2000-2010 年有色金属行业固定资产投资增速大幅上升




*资料来源：中国有色金属工业年鉴，中国银河证券研究院*

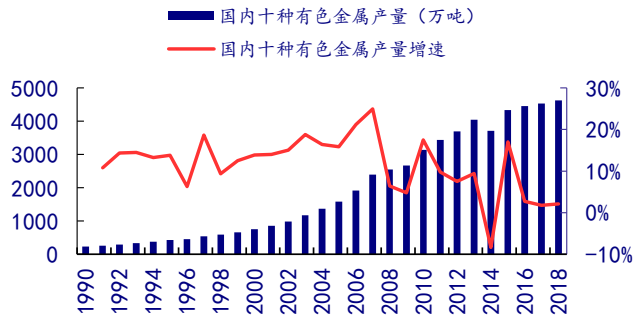
但 2015 年以来，我国经济发展进入“三期叠加”阶段，经济结构进行调整，粗放型的经济发展方式要向更讲究效率的经济发展方式进行转变，消费逐渐取代投资成为拉动经济发展最为重要的一环。在这种背景下，国内房地产固定资产投资增速、基建固定资产投资增速、制造业固定资产投资增速都出现了不同程度的下滑，这也造成了国内对有色金属的需求边际减弱。此外，在国内越发重视环保的情况下，环保政策对有色金属这一高耗能、高污染行业的生产产生了极大的影响，有色金属行业的产能扩展受到政策方面的限制。在需求与政策的双重压制下，有色金属行业在国内的发展空间已然不大，而国内十种有色金属产品产量增速也出现了下滑。

**图 28：房地产、建筑业、制造业固定资产投资增速下滑**




*资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院*

**图 29：国内十种有色金属产量增速下滑**



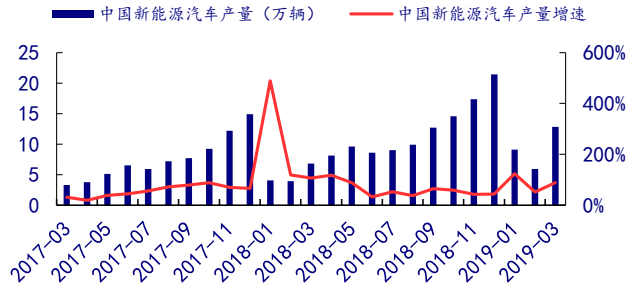

*资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院*

## （二）海外与新金属将成为新未来增长看点

在国内有色金属行业因政策与需求制约发展情况不大的情况下，国内有色金属企业向海外发展，通过收购国外的矿山，从而来扩张自己的企业规模。如紫金矿业 2015 年以 25.5 亿元的价格收购目前全球未被开发最大规模的卡莫阿铜矿；中国五矿旗下的五矿资源 2014 年牵头组成财团以 70.05 亿美元收购秘鲁全球排名前十的 Las Bamba 铜矿；山东黄金 2017 年以 9.6 亿美元收购阿根廷贝拉德罗金矿项目 50%股权；洛阳钼业 2016 年以 26.5 亿元收购刚果金 TFM 铜钴矿。越来越多的国内有色金属通过出海收购海外的优质矿山来扩宽未来的发展空间。

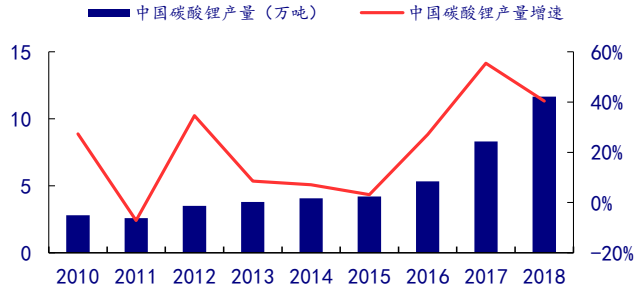
此外，新能源汽车的发展逐渐成为大势所趋。我国制定了新能源汽车补贴、积分政策大力扶持新能源汽车产业在国内的发展，力争 2020 年新能源汽车在国内的销量可以达到 200 万辆。而国外众多国家也出台了燃油车禁售时间表，如荷兰和挪威将在 2025 年禁售燃油车，印度也将在 2030 年禁止销售燃油车，而英国和法国也会在 2040 年全面禁售，从而来支持新能源汽车。新能源汽车的快速发展，带动了新能源汽车产业链最上游原材料钴锂资源这些新金属的崛起。钴锂需求在新能源汽车锂电池的拉动下显著增长，价格出现上涨，行业景气度也有明显的提升，开出成为有色金属行业中新兴的重要子行业。而像天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业这些企业也通过钴锂行业的风口完成了自我的成长。

图 30：新能源汽车产量及增速



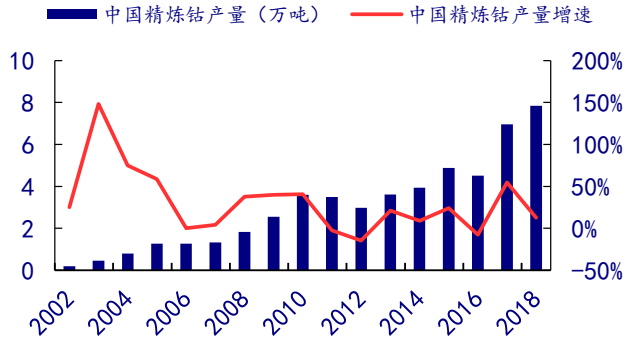

资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

图 31：中国碳酸锂产量及产量增速



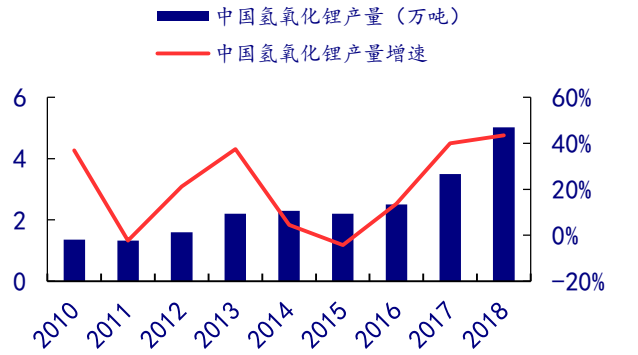

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 32：中国氢氧化锂产量及产量增速




资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 33：中国精炼钴产量及产量增速

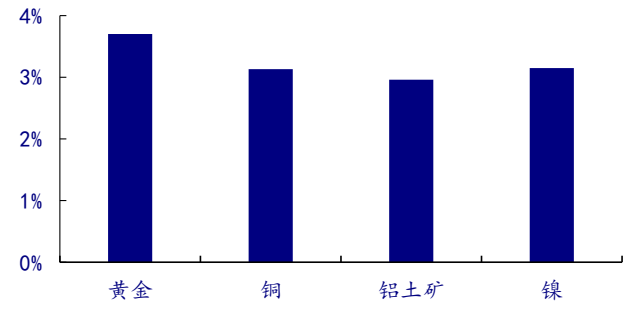



资料来源：中国金属网，中国银河证券研究院

## （三）海外矿山资源占优，国内冶炼产能领先

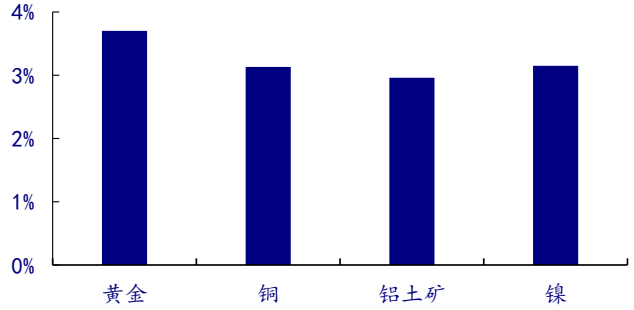
我国由于有色金属矿产资源比较贫乏，主要的金属品种矿产储量在全球中的占比都不算高。全球主要的有色金属矿山如全球十大铜矿山、全球十大锌矿山，甚至是锂矿山、钴矿山都集中在南美洲、澳大利亚等地，我国大规模的金属矿山数量并不多。而资源储量较少，造成了国内的有色金属精矿产量不高。但我国作为全球最为重要的制造业大国，有色金属冶炼工业发达，我国主要金属品种的冶炼产能都在全球名列前茅。而有色金属精矿是有色金属冶炼的原材料，这令我国需要从国外进口大量的有色金属精矿，在国内冶炼加工成精炼金属后，再出口或者当地深加工。

图 34：中国主要有色金属品种储量在全球总储量的占比不高




资料来源：美国地质调查局，中国银河证券研究院

图 35：中国主要有色金属冶炼产能在全球总产能中占比较高




资料来源：Wind，中国银河证券研究院

# 三、有色金属行业面临的发展问题与建议

## （一）有色金属行业发展所面临的问题

### 1. 国内有色金属资源匮乏

虽然国内有色金属产量位居世界前列，但我国有色金属的产能主要集中在有色金属产业链中游的冶炼端，而上游资源端由于我国的资源匮乏，使我国的有色金属冶炼产能要远高于有色金属矿石采选产能。我国每年都需要从国外进口大量的有色金属精矿，以满足有色金属冶炼的原料需求。因此，我国有色金属行业对外的资源依存度较高。如我国国内的铜精矿产量为 150 万吨左右，但我国精炼铜的产量高达 766 万吨，这就使我国需要从海外进口 600 多万吨的铜精矿资源，以满足国内生产的需要。此外，我国电解铝产业链上游资源端铝土矿的对外依存度也高达 40%以上。

图 36：2008-2019 年中国铝土矿消耗量和对外依存度（万吨）

资料来源：阿拉丁，中国银河证券研究院

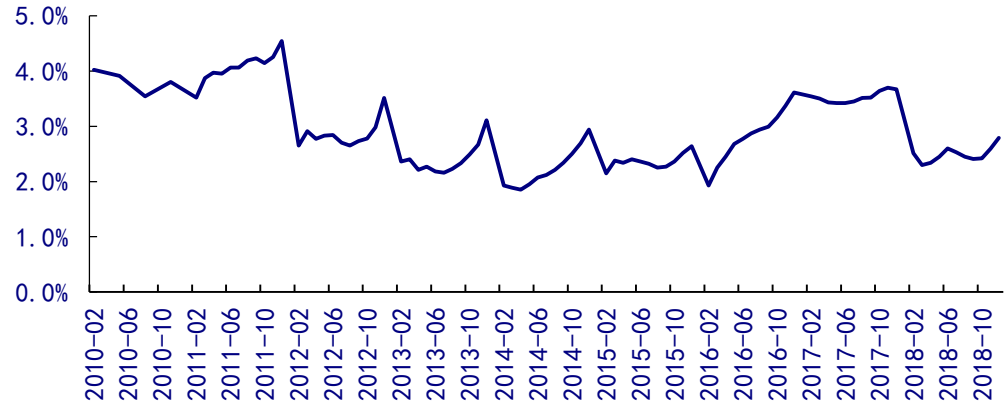
### 2. 有色金属行业容易形成产能过剩

由于有色金属行业尤其使中游冶炼环节准入门槛低、需求规模大、产业链长，可以为当地提供大量的劳动力需求与经济产值。因此地方企业与地方政府期望新建大量的有色金属产能，以获得经济效益与政治业绩，而这极容易造成有色金属行业的产能过剩问题。在我国政府 2015 年年底提出供给侧改革时，明确提出有色金属行业中的一些细分子行业，如电解铝行业有严重的产能过剩问题。产能过剩不但使有色金属行业的经济效益低下，有色金属企业长时间处于亏损状态，还使国内面临了许多高能耗与环保的压力。

### 3. 有色金属行业产品附加值较低

由于我国有色金属行业主要的产能集中在产业链中游的冶炼端，上游的矿产采选资源端与下游的有色金属深加工端产能较少，而中游的冶炼产能因为门槛较低，这使我国的有色金属行业产品的附加值较低，有色金属行业的总体毛利率较低，且极其容易受到有色金属价格的影响造成有色金属行业的毛利率水平的波动。此外，我国有色金属行业低技术含量、低毛利率产品的出口容易造成国外市场的反倾销针对。如美国对我国出口的铝箔产品进行反倾销立案及惩罚等。

**图 38：有色金属冶炼及压延加工业销售利润率较低**




*资料来源：阿拉丁，中国银河证券研究院*

## （二）有色金属行业发展建议

### 1. 有色金属企业出海收购国外优质矿山

为解决我国资源匮乏，有色金属矿资源需要从国外大量进口，国内有色金属冶炼生产产能对外依存度高的问题。政府与行业协会应该鼓励我国有实力的企业应出海在全球寻找优质矿山，通过收购优质矿山，从而来保证我国有色金属企业原料供应与生产安全。如近些年中国五矿、紫金矿业、天齐锂业、山东黄金等有色金属央企、民企纷纷出海收购海外的优质矿山资源。

**2. 政府行业出台行业政策，限制产能过剩行业新产能投放**

为解决国内有色金属行业产能过剩的问题，国家政府与行业协会应该统一协调，出台行业政策来限制有色金属行过剩产能的新增产能，并淘汰高成本、高能耗的落后产能，保证有色金属行业的稳定发展。如 2017 年政府与有色金属行业协会联合对产能过剩的电解铝行业实行供给侧改革，淘汰电解铝行业的违规产能，严格限制电解铝行业的新增产能投放，扭转了电解铝行业长时间亏损的状况。

**3. 加快有色金属产业的升级改造，大力发展新材料高附加值金属产品**

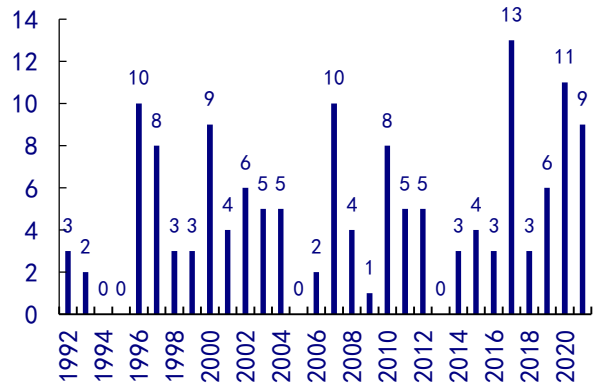
我国有色金属企业应该在政府于行业协会的统一指导下，加快对我国有色金属产业的升级改造，加强对高精尖有色金属深加工材料的研发投入，着力发展有色金属新材料，提升有色金属深加工产品的附件值，从而来提升我国有色金属深加工产品在国际市场的竞争力与我国有色金属企业的盈利能力。

# 四、有色金属行业在资本市场的发展

## （一）有色金属行业上市高峰期已过，市值占比呈下行趋势

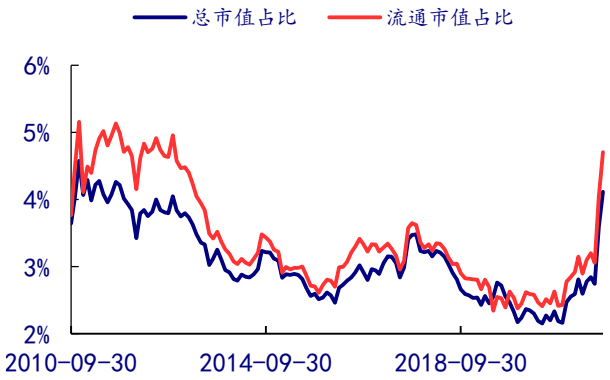
根据 SW 行业分类标准，有色金属行业属于 28 个 SW 一级行业之一，共有 137 家上市公司，其中 2017 年有色金属行业迎来上市高峰期，共有 13 家企业进行上市。目前有色金属行业流通市值占全部 A 股总流通市值的 4.71%，有色金属行业总市值占全部 A 股总市值的 4.11%。

**图 39：有色金属企业上市数量**




*资料来源：Wind，中国银河证券研究院*

**图 40：有色金属行业市值占比**




*资料来源：Wind，中国银河证券研究院*

从上市公司、行业协会以及国家统计局所披露的数据看，2018 年底我国有色金属行业规模以上企业数量为 8398 家，A 股已上市企业占有色金属行业总企业数量的 1.42%，而 A 股有色金属行业上市企业总营业收入占国家统计局所统计国内有色金属行业总营业收入的 28%，A 股有色金属行业上市企业总资产占有色金属行业企业总资产的 36%。这表明有色金属行业中仍有大量的企业未进行上市。但考虑到有色金属冶炼小企业众多，规模小难以上上市，而大型

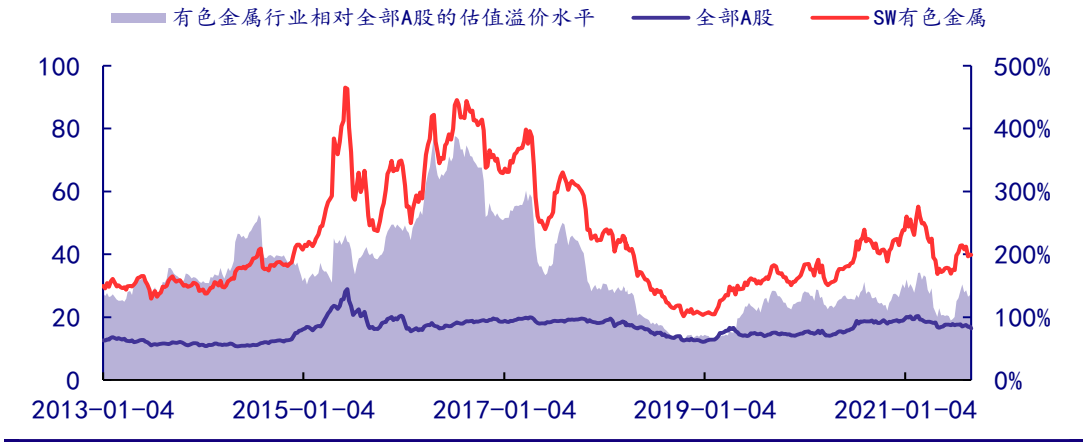
有色金属企业已基本实现上市，因此未来有色金属行业市值占总 A 股市场仍将呈现下行趋势。

## （二）有色金属行业估值处于历史中枢附近

有色金属作为典型的强周期行业，其估值运行方式也呈现出典型的周期性行业估值特点。有色金属行业的估值水平相对其他行业并不稳定，波动较大，在有色金属行业盈利较差时市场会给予有色金属行业较高的相对估值，而在有色金属行业的盈利高峰时市场反而会对有色金属行业给予较低的相对估值。假如我们用绝对估值法的思维角度去考虑有色金属行业的相对估值，市场一般在有色金属价格顶点、有色金属企业盈利顶点时给其自身历史上较低的市盈率。这是因为绝对估值法的本质是未来自由现金流的数量、时间与风险，当有色金属行业作为周期性行业其有色金属价格和有色金属企业盈利能力在高点时，市场认为有色金属价格未来能维持在这样一个高点、有色金属企业未来能维持在目前高利润状态的可能性不大，即电有色金属企业的未来可以获得当时同样数量的自由现金流的风险加大，这造成了在盈利高点时有色金属企业的相对估值下降，也是使电有色金属企业 EPS 高点时 PE 下行的主要原因。

从与大盘估值的对比来看，有色金属行业由于资源的稀缺性，属于高估值板块。目前 A 股有色金属行业一年滚动市盈率 44.60 倍（TTM 整体法，剔除负值），而全部 A 股为 16.15 倍，分别较 2013 年以来的历史均值低 10.66%与高 1.86%。行业估值溢价率方面，目前有色金属行业的估值溢价率较历史平均水平低 17.18 个百分点。当前值为 142.27%，历史均值为 171.78%。

**图 41：有色金属行业估值及溢价分析**




*资料来源：Wind，中国银河证券研究院*

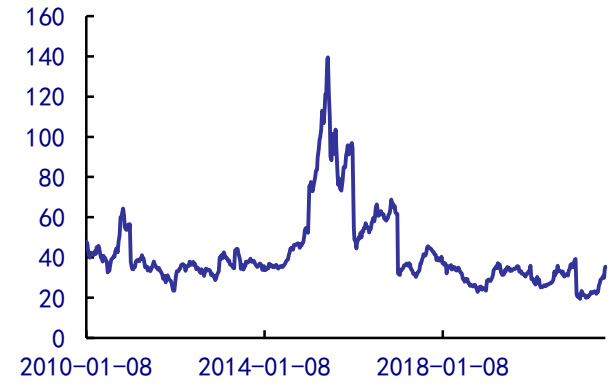
从国际估值的横向比较维度来看，由于行业指数成分不同以及大盘总体影响，国内有色金属行业市盈率一直以来要高于美国与香港金属与采矿行业的市盈率。目前国内有色金属行业的动态市盈率为 39.85 倍。同期美股金属矿藏与采掘行业的市盈率为 3.34 倍，港股金属与采矿行业的市盈率为 17.78 倍。

图 42：各国有色金属板块 PE 比较

*资料来源：Wind，中国银河证券研究院*

从 A 股有色金属行业的历史估值的纵向比较来看，假若以有色金属行业整体半季报业绩乘以 2，乐观预计全年业绩，则目前有色金属行业整体的市盈率为 35.42x，市净率为 4.28x，位于 2010 年以来 42.06x 的市盈率与 3.15x 的市净率估值中枢附近。

图 43：有色金属行业 PE 估值



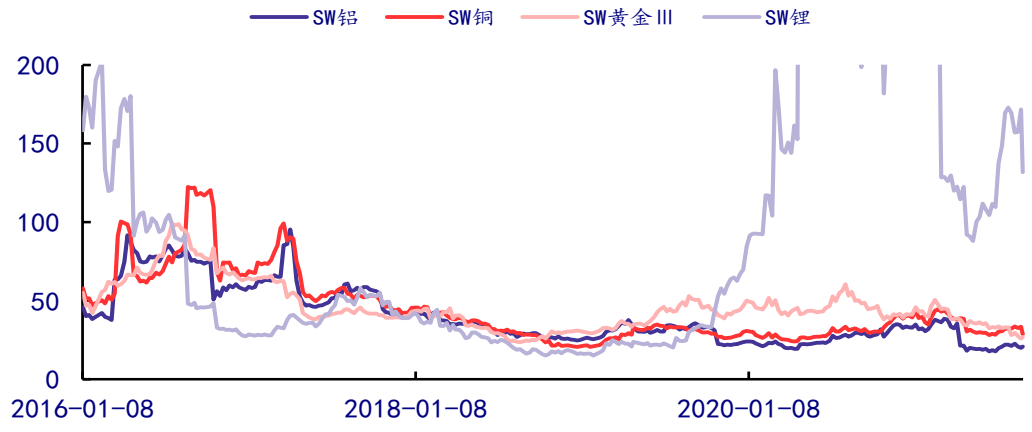

*资料来源：Wind，中国银河证券研究院*

图 44：有色金属行业 PB 估值

*资料来源：Wind，中国银河证券研究院*

从有色金属行业子行业的估值情况来看，铜、铝、黄金、锂行业的市盈率都处于历史的较低位。从子行业间的横向比较来看，由于黄金资源的稀缺性较高，这使黄金板块的市盈率估值在行业都有利润的情况下要高于铜、铝板块。而锂因为新能源汽车的广阔前景，市场在锂行业还没有利润的情况下市场给与其较高估值。

图 45：有色金属子行业估值




*资料来源：Wind，中国银河证券研究院*

# 五、投资建议与核心组合

发改委印发《2021 年上半年各地区能耗双控 目标完成情况晴雨表》，9 个省市能耗强度同比不降反升，10 个省市降低率不达要求，全国节能形势仍极为严峻。在能耗双控，节能限电的情况下，多地电解铝产能被迫错峰生产。且在一些省份下半年能耗双控面临升级的情况下，百川盈孚预计前期内蒙以及西南地区减产产能难以恢复，且新疆地区或将 40 万吨产能受限，以及据目前的传言来看，广西地区除去前期减产的 25 万吨外，需再度减产 37 万吨左右。供应端的持续影响使电解铝库存处于持续去库的状态，支撑铝价保持强势。而在 9 月下游重新进入消费旺季铝需求有望边际改善的情况下，基本面仍将给与铝价支撑，建议关注电解铝板块天山铝业、云铝股份、神火股份、中国铝业。

国内新能源汽车景气度持续火热，且进入 9-10 月份的旺季后，产业链下游电池厂与正极材料厂在新增产能投产放量的情况下排产可能跳升，锂盐需求预计将会继续上行。而锂资源的紧缺问题正在逐步发酵，下半年锂资源的增量仅有 Mt Calltin 与 Pilbara 产能利用率提升，泰利森二期的产能释放以及 SQM 的新增产能增量，国内锂精矿进入实质性短缺，年底国内锂精矿库存或将近乎消耗完毕。在供需矛盾加剧的情况下，8 月锂价呈现加速上涨趋势，电池级碳酸锂、氢氧化锂、锂精矿分别较 7 月上涨 43%、25%、24%至 12.64 万元/吨。而 9 月份锂盐下游需求的持续放量，以及 Pilbara 在 BMX 电子交易平台的锂精矿新一轮拍卖，或将成为锂价在 9 月继续加速上涨的催化剂。我们继续看好锂板块的投资计划，建议关注赣锋锂业、天齐锂业、融捷股份、永兴材料、江特电机、西藏矿业、西藏城投、雅化集团、天华超净、中矿资源、科达制造、盛新锂能。

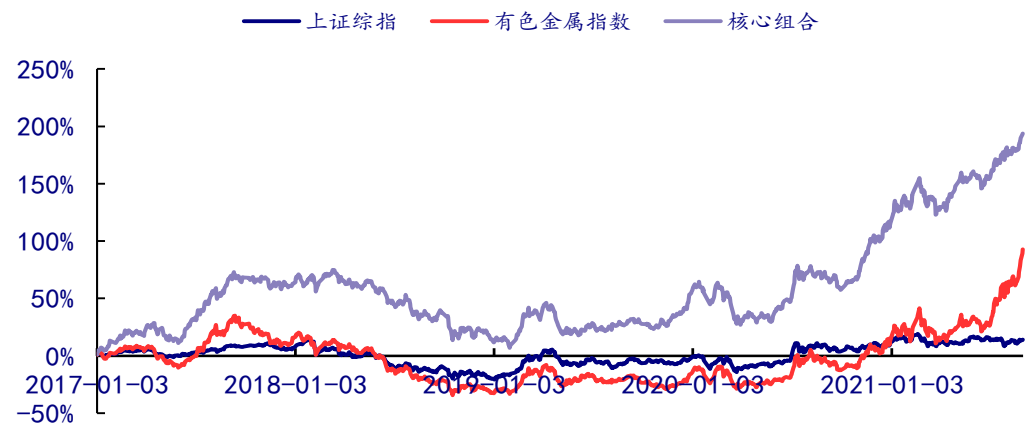
此外，稀土冶炼方面四川地区之前停产产能未能复产，包头地区新增停产企业，广东地区仅有部分企业复产，而原料端受限海运成本影响美国矿进口数量有限，缅甸矿因疫情影响无法进口，稀土市场的供应仍将处于紧张状况的情况下，稀土价格有望在 9 月旺季来临下重新进入上涨通道，建议关注北方稀土、五矿稀土、广晟有色、盛和资源、厦门钨业。

表 4：有色金属行业核心组合

| 证券代码 | 证券简称 | 推荐理由 | 月涨幅(%) | 累计涨幅(%) | 绝对收益率 (%) | 相对收益率 (%) | 入选时间 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 002466.SZ | 天齐锂业 | 新能源上游锂行业龙头 | 30.72 | 465.82 | 465.82 | 373.11 | 2017/1/1 |
| 603799.SH | 华友钴业 | 新能源上游钴行业龙头 | 7.03 | 298.66 | 298.66 | 205.95 | 2017/1/1 |
| 000807.SZ | 云铝股份 | 碳中和铝行业龙头 | 23.57 | 71.65 | 71.65 | 4.65 | 2018/1/1 |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 行业龙头，铜产能释放 | 8.39 | 147.99 | 147.99 | 80.99 | 2018/1/1 |
| 600362.SH | 江西铜业 | 经济复苏铜行业龙头 | 2.75 | 60.01 | 60.01 | -32.70 | 2017/1/1 |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 46：核心推荐组合入选至今收益率变动（等权重）




资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 六、风险提示

1）有色金属下游需求低迷；
2）金属价格大幅下滑；
3）全球疫情持续恶化；
4）美元超预期走强；
5）新能源汽车产销不及预期；
6）全球流动性超预期紧张。

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：华立，金融投资专业硕士研究生毕业，2014 年加入银河证券研究院，从事有色金属行业研究。

## 评级标准

**行业评级体系**

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

**公司评级体系**

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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咨询建议，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而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究院**

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn