

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

| | |
|--------------|---------------|
| 最新收盘价(元) | 14.15 |
| 总股本/流通股本(亿股) | 12.02 / 12.02 |
| 总市值/流通市值(亿元) | 170 / 170 |
| 52周内最高/最低价 | 15.76 / 8.47 |
| 资产负债率(%) | 24.6% |
| 市盈率 | 47.17 |
| 第一大股东 | 湖南黄金集团有限责任公司 |
| 持股比例(%) | 39.9% |

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 张亚桐
SAC 登记编号: S1340122080030
Email: zhangyatong@cnpsec.com

湖南黄金(002155)

锑资源全球龙头，受益于光伏需求蓬勃发展

● 国内金锑资源龙头，双向发力

公司持续加大探矿投入，金锑储量有显著提升。2017-2021年，公司探矿增储支出由3.1亿元增长至5.3亿元，同比增长3.0%；截至2021年底，共完成开拓进尺35,280米，探矿进尺21,880米，生探进尺19,710米。资源储量方面，金金属储量由2017年126.7吨增长至144吨，锑金属储量由23.5万吨增长至29.3万吨，钨金属储量由10.1万吨下降至10万吨。

● 业绩增长，黄金和锑为主要驱动力

黄金与锑业务双向驱动，驱动业绩增长。2021年及2022年1-9月，公司实现营业收入198.46亿元和161.64亿元，分别同比增长32.19%和15.94%；实现归母净利润3.63亿元和3.5亿元，分别同比增长61.28%和26.66%；实现扣非归母净利润3.51亿元和3.46亿元，分别同比增加64.22%和27.95%。

● 集团注入资产+代为培育，规避风险

集团承诺注入资产，打造湖南黄金集团优质上市平台。2006年，公司向母公司金鑫集团(曾用名)发行股份收购新龙矿业100%股权，并购时新龙矿业龙山矿区及线江冲矿区合计拥有金金属储量2.7吨、锑金属储量3.9万吨，龙山矿区至今是公司主力矿产区之一；2015年，公司向湖南黄金集团发行股份+支付现金方式收购黄金洞矿业100%股权，并购时黄金洞矿业旗下资源黄金洞等矿区合计拥有黄金资源储量72吨，并购后公司黄金资源储量增长超过一倍。

代为培育万古矿区，规避风险。2021年7月1日公司公告与控股股东湖南黄金集团签订《行业培育协议书》，由集团整合开发万古矿区金矿资源，矿山开发成熟后注入公司，后续公司自产黄金产量有望持续增长。

● 光伏需求异军突起，贡献锑需求主要增量

不断提高透明度是光伏玻璃的发展趋势。由于光伏电池的光电转换效率会因光伏玻璃吸收及反射阳光而降低，光伏玻璃需要不断提高透明度。根据CPIA，2019年我国双玻组件渗透率为14%，预计2025年渗透率将提升到60%，光伏新增装机量为559GW，将带来5.2万吨锑金属的需求。

● 盈利预测与估值

预计公司2022/2023/2024年实现营业收入218.5/245.5/268.0亿元，分别同比增长10.11%/12.35%/9.17%；归母净利润分别为5.08/8.06/11.4亿元，分别同比增长39.87%/58.57%/41.53%，对应EPS分别为0.42/0.67/0.95元。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

黄金价格波动超预期；下游需求不及预期；产量不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 19846 | 21852 | 24550 | 26802 |
| 增长率(%) | 32.19% | 10.11% | 12.35% | 9.17% |
| EBITDA(百万元) | 794 | 627 | 1000 | 1534 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 363 | 508 | 806 | 1140 |
| 增长率(%) | 61.28% | 39.87% | 58.57% | 41.53% |
| EPS(元/股) | 0.30 | 0.42 | 0.67 | 0.95 |
| 市盈率(P/E) | 56.81 | 40.62 | 25.61 | 18.10 |
| 市净率(P/B) | 4.56 | 4.92 | 5.59 | 6.54 |
| EV/EBITDA | 15.41 | 31.65 | 19.02 | 11.54 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 1 优质黄金矿企，锑资源全球领先 | 5 |
| 1.1 以黄金为支柱，锑为特色 | 5 |
| 1.2 聚焦主业，探矿增储 | 6 |
| 1.3 业绩增长，黄金和锑为主要驱动力 | 8 |
| 2 锑：供需质变，光伏金属“锑”云纵 | 10 |
| 2.1 供给：刚性约束下的稀缺型资源 | 10 |
| 2.2 需求：光伏用锑异军突起，传统需求稳中有升 | 11 |
| 3 黄金行业：加息接近尾声，黄金配置价值凸显 | 13 |
| 4 盈利预测及投资建议 | 15 |
| 4.1 盈利预测 | 15 |
| 4.2 可比估值 | 16 |
| 5 风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1: 主要产品及用途..... | 5 |
| 图表 2: 股权结构图..... | 6 |
| 图表 3: 员工股权激励业绩指标..... | 6 |
| 图表 4: 2017-2021 年公司探矿增储支出..... | 7 |
| 图表 5: 2017-2021 年公司主要资源储量..... | 7 |
| 图表 6: 黄金产量及自产率..... | 7 |
| 图表 7: 锑品产量及资产率..... | 7 |
| 图表 8: 黄金产能 (吨)..... | 8 |
| 图表 9: 锑品产能 (万吨)..... | 8 |
| 图表 10: 营业收入 (亿元, %)..... | 9 |
| 图表 11: 扣非及归母净利润 (亿元, %)..... | 9 |
| 图表 12: 各产品毛利润结构 (亿元)..... | 9 |
| 图表 13: 主要产品毛利率 (%)..... | 9 |
| 图表 14: 三费情况 (亿元, %)..... | 10 |
| 图表 15: 研发收入 (亿元, %)..... | 10 |
| 图表 16: 2013-2021 年全球锑矿储量及占比..... | 10 |
| 图表 17: 2011-2021 年全球锑矿产量及占比..... | 10 |
| 图表 18: 国外主要锑矿山情况 (万吨)..... | 11 |
| 图表 19: 锑下游需求构成..... | 12 |
| 图表 20: 光伏组件构成..... | 12 |
| 图表 21: 光伏用锑测算..... | 12 |
| 图表 22: 锑供需平衡表..... | 13 |
| 图表 23: COMEX 黄金 vs 美元指数..... | 14 |
| 图表 24: 美债利率 vs 美国 10 年 TIPS 利率..... | 14 |
| 图表 25: WTI 原油价格 (美元/桶)..... | 14 |
| 图表 26: 美国 CPI 变动情况 (%)..... | 14 |
| 图表 27: 敏感性测试..... | 15 |
| 图表 28: 收入预测..... | 16 |
| 图表 29: 可比估值 (一致预测, 2023/2/3)..... | 17 |

1 优质黄金矿企，锑资源全球领先

1.1 以黄金为支柱，锑为特色

公司前身是湖南省湘西金矿，力争到 2025 年实现国内黄金行业排名第五、锑行业第一。公司主要从事黄金及锑、钨等有色金属矿山的开采、选矿，金锑钨等有色金属的冶炼及加工，黄金、精锑的深加工及有色金属矿产品的进出口业务等。公司以推动高质量发展为主题，坚持黄金为支柱、锑为特色国内一流矿业企业的战略定位，到 2025 年，力争达到全国黄金行业第五、锑品行业第一，自产黄金 10 吨，利润 10 亿元的“双十”战略目标。

公司主要产品为标准金锭、精锑、氧化锑、乙二醇锑、塑料阻燃母粒和仲钨酸铵，还有部分金精矿和含量锑直接对外销售。针对主要产品，公司制定了 2022 年度经营计划，锑品 35422 吨，有望超预期实现产量。

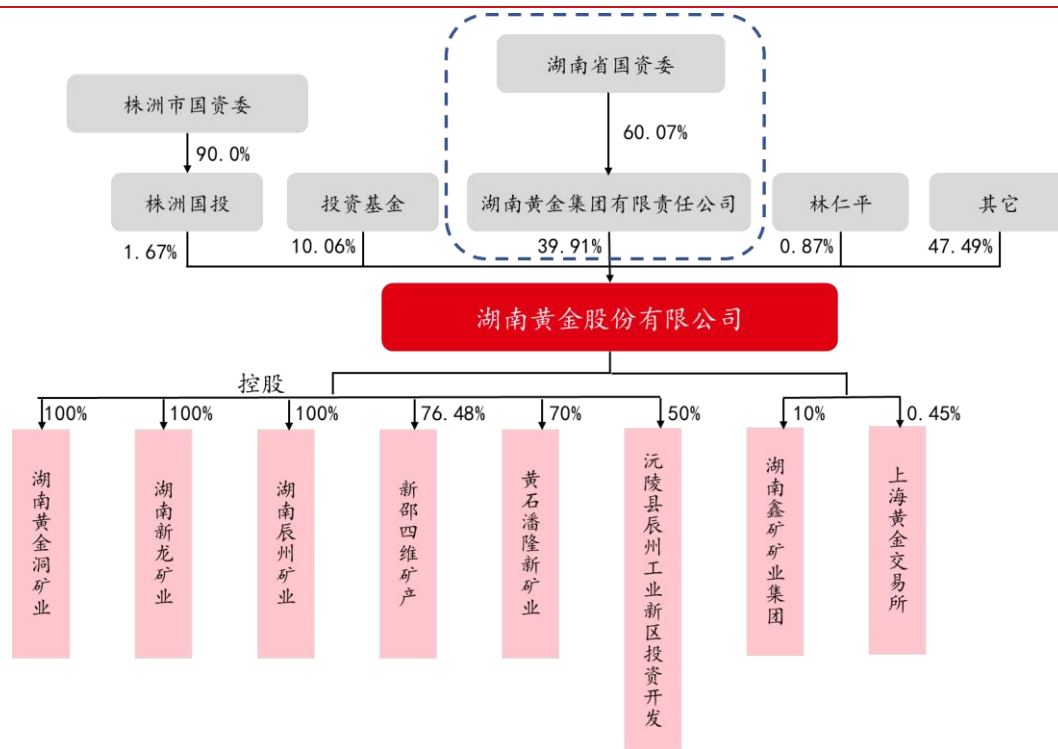
图表1：主要产品及用途

| 产品 | 主要用途 |
|-----------|--|
| 黄金 | 主要用途为国家货币的储备金、个人资产投资和保值的工具、工业、医疗领域的原材料等； |
| 精锑 | 作为合金的硬化剂主要用于冶金、蓄电池及军工等工业，也是生产氧化锑的原料； |
| 氧化锑 | 作为阻燃剂主要用于塑料、橡胶、油漆、纺织、化纤等工业，还用于玻璃、电子、陶瓷、荧光粉等行业； |
| 乙二醇锑 | 是应用于聚酯缩聚反应最为新颖的一种催化剂； |
| 塑料阻燃母粒 | 是塑料及橡胶等树脂中表现最优良的阻燃产品之一，逐步成为阻燃剂粉料的有效替代品； |
| 仲钨酸铵（APT） | 属于钨工业的中间产品，是生产硬质合金的主要原料。 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

控股股东为湖南黄金集团，依托国有资源。湖南黄金集团直接持有公司 39.91%的股份，为公司控股股东，其次建行、中行等公司旗下基金持有 10.06%股份，株洲国投集团持有公司 1.67%的股份，个人股东林仁平持有公司 0.87%股份。公司实际控制人湖南省国资委，通过持有湖南黄金集团 60.07%股份间接控制公司。公司业务主要通过下属子公司展开，包括辰州矿业、安化渣滓溪、黄金洞矿业等 20 余家参股或控股子公司。

图表2：股权结构图



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司与 2022 年 8 月 6 日发布限制性股票激励计划（草案），股票来源为公司向激励对象定向发行公司 A 股普通股。该计划拟授予的限制性股票数量为 864 万股，约占草案公告时公司股本总额的 0.7188%。其中首次授予 714 万股，价格为 6.30 元/股；预留 150 万股。激励对象共计 46 人，包括公司（含子公司）董事、中高层管理人员及核心技术（业务）骨干人员。

限制性股票限售期分别为 24、36 及 48 个月，占比分别为 40%、30%及 30%。解除限售业绩考核指标需同时满足净资产收益率、净利润增长率及应收账款周转率 3 个指标，且不低于对标企业 75 分位或同行业平均水平。对标企业为同行业分类下规模具有可比性的 15 家 A 股上市公司。如：中金黄金、紫金矿业、云南铜业等。

图表3：员工股权激励业绩指标

| 项目 | 年份 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------|----|---------|---------|---------|
| 净资产收益率 | | ≥7.5% | ≥7.7% | ≥8.6% |
| 净利润 | | ≥4.17亿元 | ≥4.64亿元 | ≥5.54亿元 |
| 应收账款周转率 | | ≥220次/年 | ≥220次/年 | ≥220次/年 |
| 限售期 | | 24个月 | 36个月 | 48个月 |
| 解锁比例 | | 0.4 | 0.3 | 0.3 |

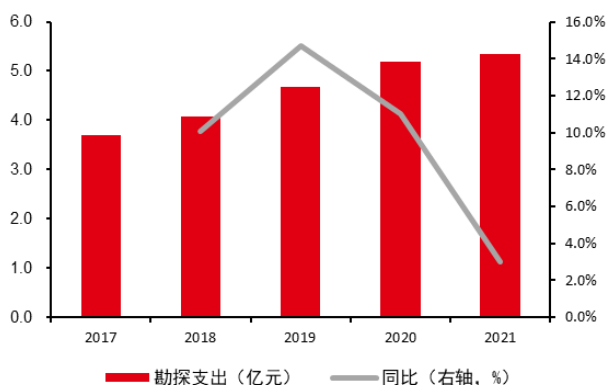
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 聚焦主业，探矿增储

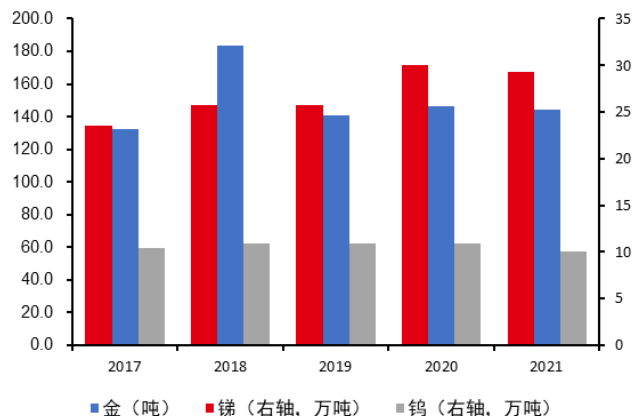
聚焦主业谋发展，增强自有资源供应能力。紧盯资源储量这条“生命线”，把资源增储放在首要位置。积极开展老矿山深边部找矿三年（2021-2023）行动，推进矿山深边部接替资源勘查工作，全力推进权证办理。

公司持续加大探矿投入，金铋储量有显著提升。2017-2021年，公司探矿增储支出由3.1亿元增长至5.3亿元，同比增长3.0%；截至2021年底，共完成开拓进尺35,280米，探矿进尺21,880米，生探进尺19,710米。资源储量方面，金金属储量由2017年126.7吨增长至144吨，铋金属储量由23.5万吨增长至29.3万吨，钨金属储量由10.1万吨下降至10万吨。

图表4：2017-2021年公司探矿增储支出



图表5：2017-2021年公司主要资源储量

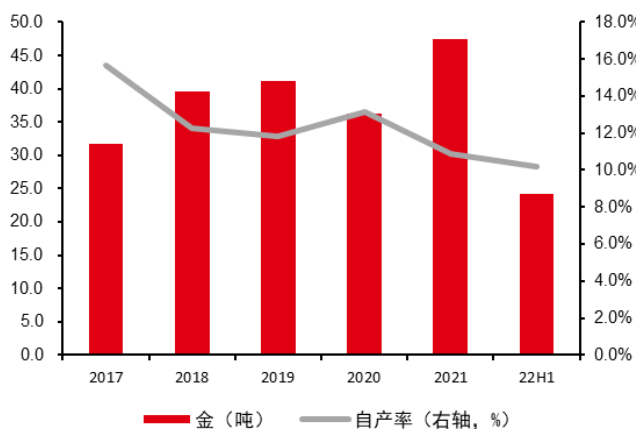


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

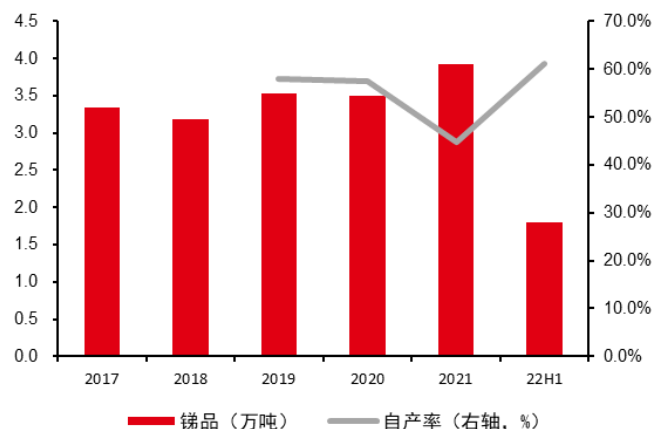
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2021年，公司共生产黄金47.5吨，同比增长31.13%，包含标准金44.2吨以及含量金3.3吨；其中，自产黄金5.2吨，同比增长8.45%。生产铋品39310吨，同比增长12.42%，包含精铋10112吨，氧化铋20359吨，含量铋6698吨，乙二醇铋2017吨以及氧化铋母粒124吨；其中，铋自产17584吨，同比减少12.60%。生产钨品1683标吨，同比减少22.83%；钨精矿自产1831标吨，同比减少13.39%。

图表6：黄金产量及自产率



图表7：铋品产量及自产率



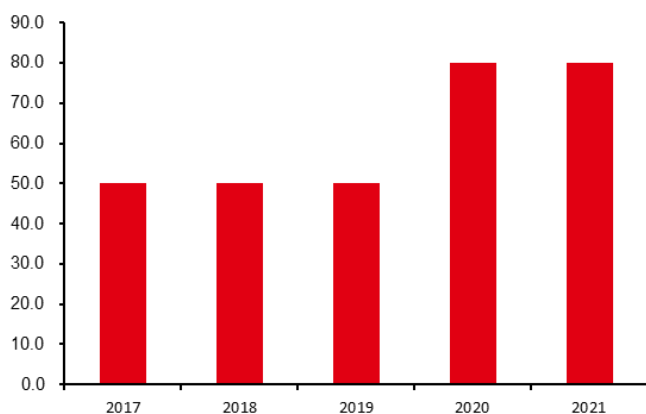
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

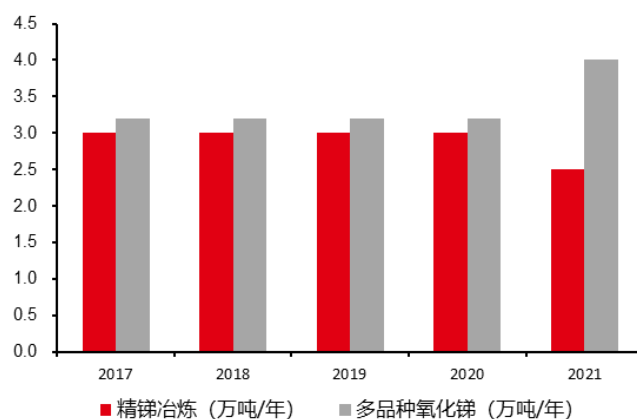
项目进度方面，2021年，完成龙山金锑矿采矿许可证短期延续至2023年6月；积极协调甘肃加鑫探转采工作，4个探矿权完成矿产资源储量评审备案工作；全资子公司黄金洞矿业收购平江县曲溪矿区金矿普查探矿权议案落地。与控股股东签订《行业培育协议书》，拥有平江县黄金矿产资源合作开发项目优先购买权。截止2021年底，公司拥有和控制矿业权38个，其中探矿权23个、采矿权15个。

规模优势：公司拥有规模化的生产线，拥有80吨/年黄金生产线、2.5万吨/年精锑冶炼生产线、4万吨/年多品种氧化锑生产线、3000吨/年仲钨酸铵生产线。

图表8：黄金产能（吨/年）



图表9：锑品产能（万吨/年）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

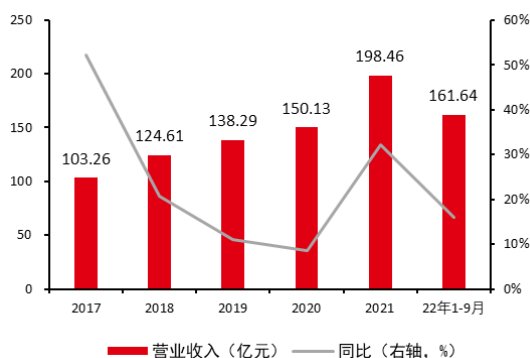
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

集团承诺注入资产，打造湖南黄金集团优质上市平台。2006年，公司上市前为避免集团内部同业竞争，向母公司金鑫集团(曾用名)发行股份收购新龙矿业100%股权，并购时新龙矿业龙山矿区及线江冲矿区合计拥有金金属储量2.7吨、锑金属储量3.9万吨，龙山矿区至今是公司主力矿产区之一；2015年，公司向湖南黄金集团发行股份+支付现金方式收购黄金洞矿业100%股权，并购时黄金洞矿业旗下资源黄金洞矿区、大万矿区及株冲矿区合计拥有黄金资源储量72吨，并购后公司黄金资源储量增长超过一倍。

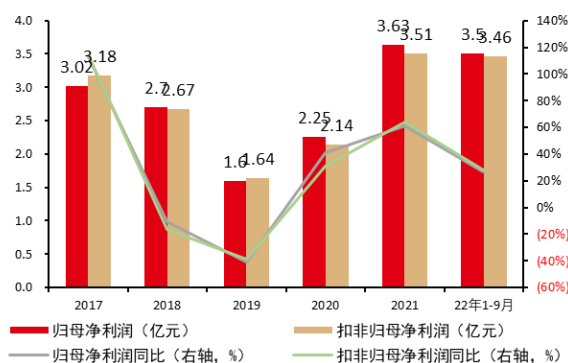
集团代为培育资产，有效降低公司的投资风险。2021年7月1日公司与控股股东湖南黄金集团签订《行业培育协议书》，县属国有独资企业—湖南天岳投资集团有限公司为招标人，对平江县万古矿区黄金矿产资源整合开发公开招标引入合作伙伴成立合资公司。由湖南黄金集团整合代为培育万古矿区金矿资源，开发过程支出及风险由湖南黄金集团承担，公司拥有项目开发成熟后的优先收购权。

1.3 业绩增长，黄金和锑为主要驱动力

黄金与锑业务双向驱动，驱动业绩增长。2021年及2022年1-9月，公司实现营业收入198.46亿元和161.64亿元，分别同比增长32.19%和15.94%；实现归母净利润3.63亿元和3.5亿元，分别同比增长61.28%和26.66%；实现扣非归母净利润3.51亿元和3.46亿元，分别同比增加64.22%和27.95%。

图表10：营业收入（亿元，%）


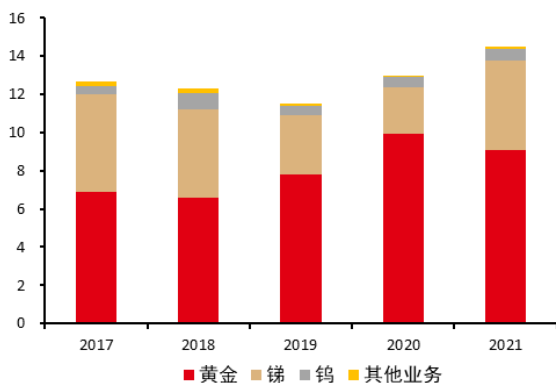
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表11：扣非及归母净利润（亿元，%）


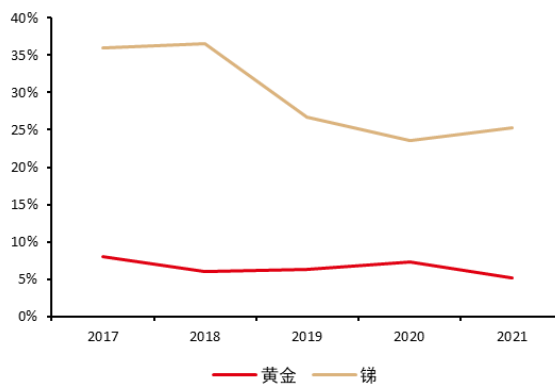
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

营收结构方面，铍产品业务继续发力，占比持续提升。2021年，公司黄金业务实现营业收入176.84亿元，同比增长29.4%，占比营收约89%，较2020年下降约2pct；铍产品业务分别实现营业收入18.60亿元，同比增长78.5%，占比营收约9.38%，较2020年上升约2.5pct，受益于铍量价齐升，收入占比近两年持续上升。

毛利润结构方面，铍产品业务表现优秀，2022年上半年铍产品贡献最多毛利润。2021年与2022上半年，公司黄金产品分别实现毛利润9.06亿元和3.64亿元，同比下降8.90%和15.35%；公司铍产品分别实现毛利润4.71亿元和4.50亿元，同比大幅增长92%和115%。2022上半年公司铍产品毛利占比超过50%，超越黄金产品成为最主要的毛利贡献业务。关于毛利率，2021年黄金产品毛利率为5.12%，较去年同比减少2.15pct；铍产品毛利率为25.32%，较去年同比上升1.81pct。

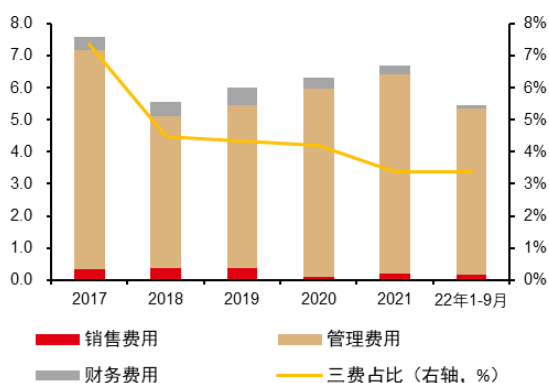
图表12：各产品毛利润结构（亿元）


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

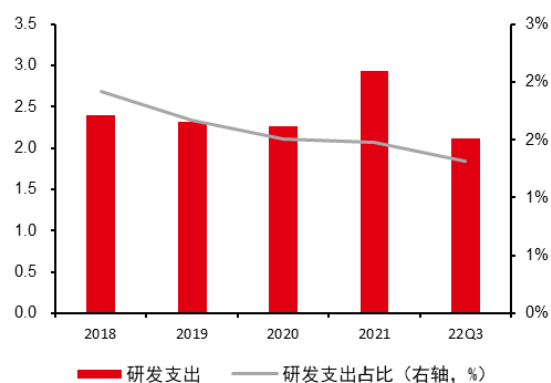
图表13：主要产品毛利率（%）


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司优化生产组织，多措并举降本增效，主要生产经营指标持续向好。2022年前三季度，公司销售费用/管理费用/财务费用分别为0.16/5.19/0.1亿元，费用合计5.45亿元，同比增长13.47%；三费费用率为3.37%，同比下降0.07pct。公司聚焦全年生产经营目标，贯彻落实“管理提升年”、“成本管控年”工作主线要求，子公司广泛开展“劳动竞赛”，持续提升技术指标，进一步加大集采力度，严控可控费用，多措并举降本增效，主要生产经营指标持续向好。

图表14: 三费情况 (亿元, %)


资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表15: 研发收入 (亿元, %)


资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

持续加大研发投入力度, 旨在提升效益。2022 年前三季度, 公司研发经费投入 2.12 亿元, 同比增长 12.3%, 营收占比 1.31%。公司全面推进数字矿山项目建设与地质找矿规律研究, 指导日常生产探矿、预测找矿靶区, 获得资源储量等。

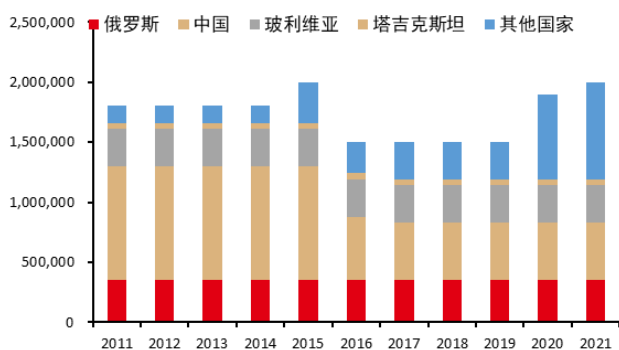
2 锑: 供需质变, 光伏金属“锑”云纵

2.1 供给: 刚性约束下的稀缺型资源

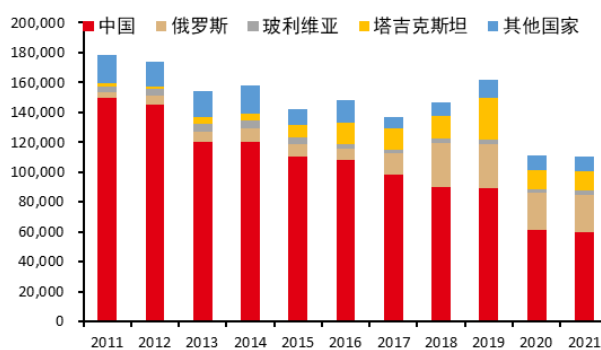
我国已逐步由锑资源、锑冶炼双主导地位, 逐步转变为锑冶炼主导者。根据 USGS, 2021 年全球锑储量 200 万吨, 其中中国 (24%)、俄罗斯 (17.5%)、玻利维亚 (15.5%) 占比 57%。其中, 中国从 2013 年的储量占比 52.78% 下降至 2021 年的 24%。

全球锑产量下滑, 我国是主要驱动力。全球锑矿产量自 2011 年起进入下降趋势, 下降幅度达 38.20%, 其中 2020 年下降了 31.48%, 2021 年未见明显恢复, 主要由中国产量下滑引起。目前我国仍是锑的主要生产国, 但占比已从 2011 年的 84% 下降至 2021 年的 55%。

锑储采比低于其他品种, 仅可支持开采 18 年: 锑矿全球储采比仅为 18:1, 中国储采比为 8:1。横向对比其他稀有金属品种, 锂储采比为 220:1, 钴储采比为 44:1, 稀土储采比为 428:1。

图表16: 2013-2021 年全球锑矿储量及占比 (公吨)


资料来源: USGS, 中邮证券研究所

图表17: 2011-2021 年全球锑矿产量及占比 (公吨)


资料来源: USGS, 中邮证券研究所

国内湖南黄金、闪星锑业是全球锑市场主要生产商，由于矿山品位下降、政府政策限制、环保政策影响等原因，锑矿产量未来难有增长。

前期过度开采，锑矿品位下降，开采成本提升。国内大部分锑矿由于矿脉薄，受限于已成型的开拓系统，难以实行机械化采矿，传统采矿方法又面临人力成本和生产成本刚性上升的困境，随着采矿深度不断增加、难度加大，锑矿开采成本将保持逐年上升趋势。

新增探矿不足，我国 2016 年 11 月发布的《全国矿产资源规划（2016—2020）》将锑作为战略性矿产，且曾被原国土资源部实行开采总量和资源出口总量控制，并暂停受理锑矿探矿权、采矿权的申请。

环保政策趋严。锑的选矿环节产生废水、尾渣，冶炼环节产生废气和废渣，随着国家安全环保政策日益收紧，锑生产企业在安全、环保方面的投入将与日俱增，将进一步推高锑的生产成本。

图表18：国外主要锑矿山情况（万吨）

| 国家 | 所属公司 | 矿山 | 矿石量（万吨） | 锑品位 | 锑储量 | 状态 | 规划产能 | 现有产量 |
|-------|-------------------------------|-------------------------|---------|---------|-------|------|------|---------|
| 俄罗斯 | 极地黄金 | 奥林匹亚（Olympiada）金锑矿 | | | | 在产 | | 1.5-2 |
| | GPM | 远东锑金矿 | | 20%-30% | 11~18 | 未开采 | 0.5 | |
| 塔吉克斯坦 | 华钰矿业（持股50%） | 康桥奇锑金矿 | 615.5 | 4.30% | | 在建 | 2.1 | |
| | 美国康萨普（COMSAP） | 安佐布汞锑矿 | | | | 在产 | | 1-1.5 |
| 美国 | 米达斯黄金公司 | 爱达荷州斯蒂布耐特（Stibnite）金锑项目 | | 0.06% | 6.7 | 棕地项目 | | |
| 澳大利亚 | 曼德勒资源有限公司（Mandalay Resources） | 科斯特菲尔德（Costerfield）金锑矿 | | 3.30% | 1.8 | 在产 | | 0.3-0.4 |
| | Calidus 资源有限公司开发 | 蓝规（Blue Spec）金锑矿项目 | | 1.28% | 0.5 | 绿地项目 | | |
| 格鲁吉亚 | 高加索矿产公司（Caucasus Minerals） | 格鲁吉亚佐普希托锑金矿 | | 2.30% | | 绿地项目 | 0.4 | |
| 加拿大 | 五矿集团（湖南有色） | 水獭溪（Beaver Brook）锑矿 | | 4.76% | 7.8 | 在产 | | 0.6 |

资料来源：中国金属矿业经济研究院张珣，华经产业研究院，中邮证券研究所

2.2 需求：光伏用锑异军突起，传统需求稳中有升

从下游需求结构看，阻燃剂占比 55%，铅酸蓄电池占比 15%，聚酯催化剂占比 15%，玻璃陶瓷占比 10%。

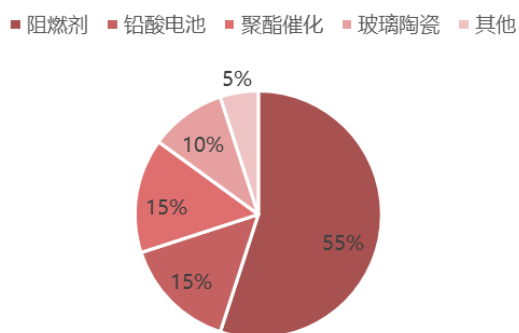
光伏玻璃又称光电玻璃，是一种将太阳能组件压入，能够利用太阳辐射发电，并具有相关电流引出装置以及电缆的特种玻璃。

不断提高透明度是光伏玻璃的发展趋势。由于光伏电池的光电转换效率会因光伏玻璃吸收及反射阳光而降低，光伏玻璃需要不断提高透明度。

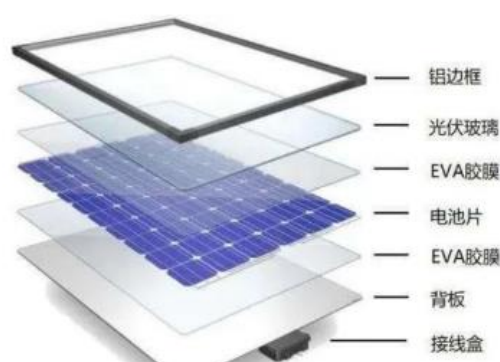
锑可作为超白压延玻璃和部分浮法玻璃澄清剂。锑是光伏澄清剂的必须元素，氧化锑通过碱和双氧水反应，生产出的焦锑酸钠在分解温度范围内，不必经过由低价到高价转变，就能直接分解放出氧气，因此焦锑酸钠作为一种优良的澄清剂被主流光伏玻璃企业所选择。

双玻组件渗透率提升将显著增加光伏玻璃需求量，光伏用锑有望倍增。双玻组件较常规组件多用一块光伏面板取代背板，较常规组件高出 21%的发电量，且耐高温、抗风沙、抗老化、抗腐蚀能力强。根据 CPIA，2019 年我国双玻组件渗透率为 14%，2025 年有望增至 60%。

图表19: 锑下游需求构成



图表20: 光伏组件构成



资料来源: 观研天下报告网, 中邮证券研究所

资料来源: 安徽盛世新能源材料科技有限公司, 中邮证券研究所

锑可作为超高压延玻璃和部分浮法玻璃澄清剂。锑是光伏澄清剂的必须元素, 氧化锑通过碱和双氧水反应, 生产出的焦锑酸钠在分解温度范围内, 不必经过由低价到高价转变, 就能直接分解放出氧气, 因此焦锑酸钠作为一种优良的澄清剂被主流光伏玻璃企业所选择。

■ 主要假设条件:

(1) 根据 CPIA, 2019 年我国双玻组件渗透率为 14%, 2025 年将提升到 60%, 考虑到我国是光伏组件主要生产国, 假设全球双玻组件渗透率提升基本与我国保持同步。

(2) 结合同业金晶科技数据, 假设 1GW 双玻组件所需原片 8.1 万吨, 1GW 单玻组件所需原片约 5.6 万吨。

(3) 混合料清边损失率 5%。

(4) 根据湖南黄金投资者交流纪要, 焦锑酸钠中锑的占比在 0.2-0.4%, 假设添加比例为 0.25%。

图表21: 光伏用锑测算

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 光伏玻璃对锑的需求量 | | | | | | | |
| 全球新增光伏装机 (GW) | 118 | 144 | 183 | 270.8 | 381.83 | 465.83 | 559.00 |
| 增速 | | 22.03% | 27.08% | 47.98% | 41.00% | 22.00% | 20.00% |
| 双玻组件渗透率 | 0.14 | 0.30 | 0.35 | 0.45 | 0.50 | 0.55 | 0.60 |
| 常规组件装机 (GW) | 101.5 | 100.8 | 119.0 | 148.9 | 190.9 | 209.6 | 223.6 |
| 双玻组件装机 (GW) | 16.5 | 43.2 | 64.1 | 121.9 | 190.9 | 256.2 | 335.4 |
| 原片需求合计 (万吨/年) | 702.1 | 914.4 | 1184.9 | 1821.1 | 2615.5 | 3249.2 | 3968.9 |
| 混合料需求量 (万吨/年) | 739.1 | 962.5 | 1247.3 | 1917.0 | 2753.2 | 3420.2 | 4177.8 |
| 焦锑酸钠添加比例 | 0.25% | 0.25% | 0.25% | 0.25% | 0.25% | 0.25% | 0.25% |
| 焦锑酸钠需求量 (万吨/年) | 1.8 | 2.4 | 3.1 | 4.8 | 6.9 | 8.6 | 10.4 |
| 折算锑金属需求量 (万吨/年) | 0.9 | 1.2 | 1.6 | 2.4 | 3.4 | 4.3 | 5.2 |
| 增速 | | 30.24% | 29.58% | 53.69% | 43.62% | 24.23% | 22.15% |

资料来源: SolarPower Europe, 协鑫行业研究中心, CPIA, 金晶科技公告, 亚玛顿公告, 中邮证券研究所

假设:

(1) 溴系阻燃剂占比 15%, 卤素与三氧化二锑比例为 4: 1。

- (2) 铅酸蓄电池比能 35kwh/吨，镱含量 0.25%。
- (3) 聚酯纤维镱金属每万吨消耗量为 2.25 吨。
- (4) 玻璃陶瓷年需求量稳定在 0.6 万吨，其他领域如军工、半导体等需求量为 0.6 万吨。

图表22：镱供需平衡表

| 单位：万吨 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 供给 | | | | | |
| 中国 | 6.0 | 6.0 | 6.0 | 6.0 | 6.0 |
| 俄罗斯 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.7 |
| 玻利维亚 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 塔吉克斯坦 | 1.3 | 1.3 | 1.7 | 2.5 | 2.9 |
| 其他国家 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.4 |
| 再生镱 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 库存、散矿等 | 1.0 | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 合计 | 12.8 | 12.9 | 13.3 | 14.3 | 14.9 |
| 增速 | | 0.96% | 2.63% | 7.45% | 4.23% |
| 需求 | | | | | |
| 阻燃剂需求量（万吨） | 300 | 291 | 300 | 309 | 319 |
| 溴系阻燃剂占比 | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% |
| 三氧化二镱占比 | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| 阻燃剂用镱量 | 8.1 | 7.9 | 8.1 | 8.3 | 8.6 |
| 占比 | 59.71% | 55.22% | 51.91% | 49.76% | 47.61% |
| 光伏玻璃用镱量 | 1.6 | 2.4 | 3.4 | 4.3 | 5.2 |
| 占比 | 11.49% | 16.84% | 22.06% | 25.48% | 28.89% |
| 中国铅酸蓄电池产量（万千瓦安时） | 21650 | 21856 | 22293 | 22739 | 23194 |
| 比能（kwh/吨） | 35.0 | 35.0 | 35.0 | 35.0 | 35.0 |
| 镱含量 | 0.25% | 0.25% | 0.25% | 0.25% | 0.25% |
| 铅酸蓄电池用镱量 | 1.55 | 1.56 | 1.59 | 1.62 | 1.66 |
| 占比 | 11.40% | 10.97% | 10.21% | 9.68% | 9.17% |
| 中国聚酯催化剂产量（万吨） | 5153 | 5394 | 5646 | 5910 | 6186 |
| 每万吨用镱（吨） | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.25 |
| 聚酯催化剂用镱 | 1.16 | 1.21 | 1.27 | 1.33 | 1.39 |
| 占比 | 8.55% | 8.53% | 8.14% | 7.93% | 7.70% |
| 玻璃陶瓷 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 其他 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 需求合计 | 13.6 | 14.2 | 15.6 | 16.8 | 18.1 |
| 增速 | | 4.89% | 9.67% | 7.53% | 7.74% |
| 供需缺口 | -0.8 | -1.3 | -2.3 | -2.5 | -3.2 |

资料来源：BNEF, CPIA, 金晶科技公告, 亚玛顿公告, 中国矿业报, USGS, Technavio, 中国有色金属工业协会, 湖南黄金公告, 前瞻产业研究院, Grand View Research, 中邮证券研究所

结论：

- (1) 供需缺口逐渐扩大，2025 年供需缺口扩至 3.2 万吨。
- (2) 光伏占比从 11.40% 增至 28.89%，是需求增加的主导力量。

3 黄金行业：加息接近尾声，黄金配置价值凸显

伴随 2 月加息落地，黄金价格再度走高。2023 年 2 月 2 日，美联储加息 25bp 落地，COMEX 黄金最高涨至每盎司 1972.4 美元，再次逼近 2000 美元。本次加息幅度大幅减小，标志着美联

储加息已接近尾声，自去年3月以来，已经连续8次加息，联邦基金利率区间达到2007年9月以来最高水平。

美联储释放偏“鸽”信号，不排除有降息可能性。通胀方面，美联储主席鲍威尔首席提到“反通货膨胀”，遏制通胀取得一定的进展，未来通胀有可能超预期回落。一度火爆的就业市场也出现了放缓趋势，名义工资也出现缓和迹象，委员会认为其风险可控。整体来看，美联储委员会认为持续加息是必要的，意味着未来至少再有一次加息；但其提到，如果通胀回落比预期更快，货币政策也会保持灵活，实质上承认了年内降息的可能性。对此，我们预计今年还有最后一次加息，本轮加息周期即将结束。

图表23: COMEX 黄金 vs 美元指数



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表24: 美债利率 vs 美国 10 年 TIPS 利率



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

美联储加息节奏放缓后，美元指数和名义利率进入下行阶段，美国名义利率度过峰值，说明实际利率上涨的空间极小。实际利率持有黄金等贵金属持有的机会成本，与黄金价格通常呈强负相关性，实际利率下跌，会促进金价上涨。

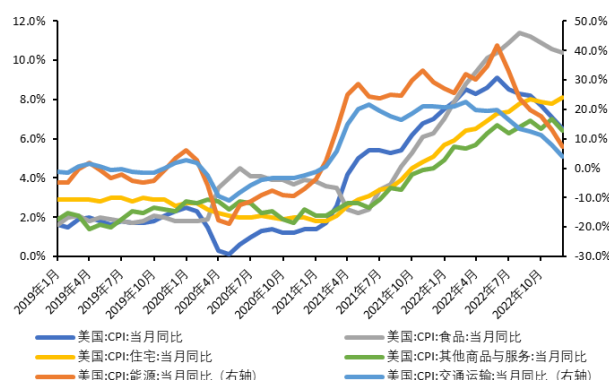
最近公布的系列指标表明，美国整体经济中的通胀正在缓解，这使得市场对美联储加息结束的预期增强。

图表25: WTI 原油价格 (美元/桶)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表26: 美国 CPI 变动情况 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

2023年1月12日，美国劳工部发布了数据显示，美国通胀继续降温。2022年12月美国消费者物价指数(CPI)同比上涨6.5%，为2021年10月以来的最小涨幅，符合市场预期，较

前值 7.1% 大幅回落 0.6 个百分点。2022 年 6 月，美国 CPI 同比涨幅一度触及 9.1% 峰值，创 40 年新高，此后该指标出现连续数月回落。同时，2022 年 12 月 CPI 环比下跌 0.1%，符合预期，为 2020 年 6 月以来首次出现环比下跌，前值为环比上涨 0.1%。剔除波动性较大的食品和能源价格后，美国 12 月核心 CPI 同比上涨 5.7%，较前值 6.0% 有所回落；环比上涨 0.3%，高于前值 0.2%。同时，就业情况也有所放缓，最新的“小非农”ADP 数据增长明显低于预期。

黄金是重要的战略资源，具有商品和货币的双重属性，在保障国家金融和经济安全等方面具有重要作用。

央行增持黄金情况也是金价上涨的风向标之一。据国家外汇管理局数据显示，我国连续两月增持黄金，2022 年 11 月和 12 月分别增持了 97 万盎司和 103 万盎司，这也是继 2019 年 9 月以来我国外汇储备首次增持黄金。同时，根据世界黄金协会发布的报告显示，2022 年第三季度，全球央行购金量猛增至 399.3 吨，环比增长 115%，创下 2000 年以来央行单季购金量最高纪录；2022 年初至第三季度末，全球央行购金总量提升至 673 吨，高于 1967 年以来任何一年的全年总量。

央行此举向市场透露了重要信号，欧美等国家的经济衰退预期增强，且难以扭转局势。加之美联储加息已进入尾声，以及加息效果传导至实体经济有滞后性，经济数据等各项指标均显示当下衰退可能性变大、金融市场风险累积；再加上地缘政治的冲击，黄金避险保值属性凸显，金价有望进一步上涨。

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

核心假设

黄金：根据公司“十四五”规划，2022-2024 年公司自产黄金产量不断提升。预计 2022/2023/2024 年公司黄金产量分别为 49 吨/52 吨/56.5 吨，其中自有矿产金产量分别为 4.6 吨/5.5 吨/7.0 吨。展望 2023 年，市场对欧美等国家经济衰退预期增强，美联储加息进入尾声，金价有望再创新高，预计 2022/2023/2024 年黄金均价每克为 390 元/415 元/415 元。

锑：锑产量整体稳定，稳定在 2 万吨左右；价格端，考虑全球锑新增产量有限，且资源稀缺；需求方面光伏玻璃澄清剂贡献主要增量，整体供应紧张，预期 2023-2024 年锑价中枢持续上移，锑品单吨平均价格分别为 9.0 万元/11.0 万元（含税）。

图表 27：敏感性测试

| 金价：美元/盎司；锑价：元/吨；净利润：亿元 | | | | | | | | | | |
|------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 金/锑 | 80000 | 90000 | 100000 | 110000 | 120000 | 130000 | 140000 | 150000 | 180000 | 200000 |
| 1900 | 9.62 | 11.13 | 12.63 | 14.13 | 15.64 | 17.14 | 18.65 | 20.15 | 24.67 | 27.67 |
| 2000 | 10.72 | 12.22 | 13.73 | 15.23 | 16.74 | 18.24 | 19.75 | 21.25 | 25.76 | 28.77 |
| 2100 | 11.82 | 13.32 | 14.83 | 16.33 | 17.84 | 19.34 | 20.84 | 22.35 | 26.86 | 29.87 |
| 2200 | 12.92 | 14.42 | 15.93 | 17.43 | 18.93 | 20.44 | 21.94 | 23.45 | 27.96 | 30.97 |
| 2300 | 14.02 | 15.52 | 17.02 | 18.53 | 20.03 | 21.54 | 23.04 | 24.55 | 29.06 | 32.07 |
| 2400 | 15.11 | 16.62 | 18.12 | 19.63 | 21.13 | 22.64 | 24.14 | 25.65 | 30.16 | 33.17 |
| 2500 | 16.21 | 17.72 | 19.22 | 20.73 | 22.23 | 23.74 | 25.24 | 26.74 | 31.26 | 34.27 |
| 2600 | 17.31 | 18.82 | 20.32 | 21.83 | 23.33 | 24.83 | 26.34 | 27.84 | 32.36 | 35.37 |
| 2700 | 18.41 | 19.92 | 21.42 | 22.92 | 24.43 | 25.93 | 27.44 | 28.94 | 33.45 | 36.46 |
| 2800 | 19.51 | 21.01 | 22.52 | 24.02 | 25.53 | 27.03 | 28.54 | 30.04 | 34.55 | 37.56 |
| 2900 | 20.61 | 22.11 | 23.62 | 25.12 | 26.63 | 28.13 | 29.63 | 31.14 | 35.65 | 38.66 |
| 3000 | 21.71 | 23.21 | 24.72 | 26.22 | 27.72 | 29.23 | 30.73 | 32.24 | 36.75 | 39.76 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表28：收入预测

| | | 2020年 | 2021年 | 2022年E | 2023年E | 2024年E |
|------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 销售均价（元/克） | 377.07 | 372.08 | 390.00 | 415.00 | 415.00 |
| | 黄金总产量（千克） | 36245 | 47527 | 49000 | 52000 | 56500 |
| | 其中：自产金产量（千克） | 4759 | 5161 | 4627 | 5500 | 7000 |
| | 外购金收入（亿元） | 117.50 | 155.82 | 171.11 | 190.90 | 203.35 |
| | 外购金成本（亿元） | 117.37 | 155.77 | 171.05 | 190.84 | 203.29 |
| | 自产金收入（亿元） | 17.94 | 19.20 | 18.04 | 22.83 | 29.05 |
| | 自产金成本（亿元） | 8.13 | 10.18 | 9.72 | 11.28 | 14.35 |
| | 其他黄金收入（亿元） | 1.23 | 1.82 | 1.86 | 1.86 | 1.86 |
| | 其他黄金成本（亿元） | 1.23 | 1.82 | 1.86 | 1.86 | 1.86 |
| | <u>黄金总收入（亿元）</u> | 136.67 | 176.84 | 191.01 | 215.59 | 234.26 |
| | <u>黄金总成本（亿元）</u> | 126.73 | 167.77 | 182.63 | 203.98 | 219.50 |
| 铟板块 | 自产铟（万吨） | 2.01 | 1.76 | 2.00 | 2.05 | 2.05 |
| | 铟市场价（万元/吨, 不含税） | 31622.68 | 56682.14 | 70619.47 | 79646.02 | 97345.13 |
| | 精铟营业收入（亿元） | 3.43 | 5.73 | 8.47 | 9.80 | 12.17 |
| | 精铟成本（亿元） | 2.28 | 3.68 | 4.32 | 4.43 | 4.50 |
| | 氧化铟收入（亿元） | 5.26 | 9.35 | 9.44 | 9.54 | 9.63 |
| | 氧化铟成本（亿元） | 4.40 | 8.13 | 8.21 | 8.30 | 8.38 |
| | 含量铟收入（亿元） | 1.08 | 2.71 | 5.65 | 6.53 | 7.79 |
| | 含量铟成本（亿元） | 0.65 | 1.25 | 2.88 | 2.95 | 2.88 |
| | 乙二醇铟收入（亿元） | 0.65 | 0.81 | 0.85 | 0.89 | 0.94 |
| 乙二醇铟成本（亿元） | 0.64 | 0.82 | 0.87 | 0.91 | 0.95 | |
| 其他 | 钨产品收入（亿元） | 2.40 | 2.24 | 2.28 | 2.33 | 2.37 |
| | 钨产品成本（亿元） | 1.91 | 1.61 | 1.64 | 1.68 | 1.71 |
| | 其他业务收入（亿元） | 0.64 | 0.79 | 0.81 | 0.83 | 0.86 |
| | 其他业务成本（亿元） | 0.55 | 0.71 | 0.73 | 0.75 | 0.77 |
| 合计 | 营业收入（亿元） | 150.13 | 198.46 | 218.52 | 245.50 | 268.02 |
| | 营业成本（亿元） | 137.16 | 183.97 | 201.28 | 222.99 | 238.69 |
| | 毛利润（亿元） | 12.97 | 14.49 | 17.24 | 22.52 | 29.98 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

4.2 可比估值

预计公司 2022/2023/2024 年实现营业收入 218.5/245.5/268.0 亿元，分别同比增长 10.11%/12.35%/9.17%；归母净利润分别为 5.08/8.06/11.4 亿元，分别同比增长 39.87%/58.57%/41.53%，对应 EPS 分别为 0.42/0.67/0.95 元。

以 2023 年 2 月 3 日收盘价 17.17 元为基准，2022-2024E 对应 PE 分别为 40.61/25.61/18.09 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表29：可比估值(一致预测, 2023/2/3)

| 证券代码 | 证券简称 | 2月3日收盘价(元) | 2022E PE | 2023E PE | 2024E PE | 2023E PB | 2023E EPS |
|---------------|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| 600988 | 赤峰黄金 | 20.18 | 31.8x | 19.6x | 14.9x | 4.4x | 1.03 |
| 000975 | 银泰黄金 | 13.14 | 27.4x | 17.1x | 14.2x | 2.8x | 0.77 |
| 600547 | 山东黄金 | 19.95 | 64.6x | 36.2x | 28.6x | 2.8x | NA |
| 601899 | 紫金矿业 | 11.85 | 14.1x | 12.1x | 10.8x | 1.8x | NA |
| 600489 | 中金黄金 | 8.80 | 20.7x | 20.0x | NA | NA | NA |
| 行业平均 | | | 31.7x | 21.0x | 17.1x | 3.0x | 0.90 |
| 002155 | 湖南黄金 | 17.17 | 40.6x | 25.6x | 18.1x | 5.6x | 0.67 |

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

5 风险提示

黄金价格波动超预期；下游需求不及预期；产量不及预期。

财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 主要财务比率 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|---------------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| 利润表 | | | | | 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 19846 | 21852 | 24550 | 26802 | 营业收入 | 32.2% | 10.1% | 12.3% | 9.2% |
| 营业成本 | 18398 | 20128 | 22299 | 23869 | 营业利润 | 43.1% | 52.2% | 62.1% | 53.7% |
| 税金及附加 | 96 | 109 | 123 | 147 | 归属于母公司净利润 | 61.3% | 39.9% | 58.6% | 41.5% |
| 销售费用 | 18 | 20 | 21 | 23 | 获利能力 | | | | |
| 管理费用 | 623 | 702 | 786 | 866 | 毛利率 | 7.3% | 7.9% | 9.2% | 10.9% |
| 研发费用 | 293 | 284 | 322 | 362 | 净利率 | 1.8% | 2.3% | 3.3% | 4.3% |
| 财务费用 | 27 | 17 | 20 | 31 | ROE | 6.6% | 8.6% | 12.0% | 14.5% |
| 资产减值损失 | -36 | -33 | -45 | -67 | ROIC | 7.5% | 8.5% | 12.3% | 14.1% |
| 营业利润 | 379 | 577 | 935 | 1436 | 偿债能力 | | | | |
| 营业外收入 | 1 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 | 24.6% | 26.4% | 23.1% | 25.1% |
| 营业外支出 | 5 | 0 | 5 | 10 | 流动比率 | 0.92 | 1.21 | 1.62 | 2.07 |
| 利润总额 | 375 | 577 | 930 | 1426 | 营运能力 | | | | |
| 所得税 | 11 | 63 | 112 | 257 | 应收账款周转率 | 215.63 | 239.59 | 266.21 | 295.79 |
| 净利润 | 365 | 513 | 818 | 1170 | 存货周转率 | 44.09 | 51.21 | 60.93 | 72.44 |
| 归母净利润 | 363 | 508 | 806 | 1140 | 总资产周转率 | 2.78 | 2.82 | 2.89 | 2.75 |
| 每股收益(元) | 0.30 | 0.42 | 0.67 | 0.95 | 每股指标(元) | | | | |
| 资产负债表 | | | | | 每股收益 | 0.30 | 0.42 | 0.67 | 0.95 |
| 货币资金 | 461 | 1348 | 1990 | 3910 | 每股净资产 | 4.56 | 4.92 | 5.59 | 6.54 |
| 交易性金融资产 | 4 | 4 | 4 | 4 | 估值比率 | | | | |
| 应收票据及应收账款 | 98 | 84 | 100 | 81 | PE | 56.81 | 40.62 | 25.61 | 18.10 |
| 预付款项 | 65 | 71 | 79 | 85 | PB | 3.77 | 3.49 | 3.07 | 2.63 |
| 存货 | 471 | 383 | 423 | 317 | 现金流量表 | | | | |
| 流动资产合计 | 1445 | 2230 | 2943 | 4733 | 净利润 | 365 | 513 | 818 | 1170 |
| 固定资产 | 3844 | 3844 | 3844 | 3844 | 折旧和摊销 | 348 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 45 | 45 | 45 | 45 | 营运资本变动 | -120 | 108 | -41 | 84 |
| 无形资产 | 620 | 620 | 620 | 620 | 其他 | 21 | 50 | 70 | 108 |
| 非流动资产合计 | 5912 | 5912 | 5912 | 5912 | 经营活动现金流净额 | 614 | 672 | 847 | 1361 |
| 资产总计 | 7357 | 8142 | 8855 | 10646 | 资本开支 | -711 | 0 | -5 | -10 |
| 短期借款 | 183 | 408 | 308 | 758 | 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 226 | 214 | 225 | 198 | 投资活动现金流净额 | -711 | 0 | -5 | -10 |
| 其他流动负债 | 1168 | 1219 | 1284 | 1331 | 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 1577 | 1841 | 1817 | 2287 | 债务融资 | 133 | 80 | -80 | 150 |
| 其他 | 231 | 311 | 231 | 381 | 其他 | 8 | 136 | -120 | 419 |
| 非流动负债合计 | 231 | 311 | 231 | 381 | 筹资活动现金流净额 | 141 | 216 | -200 | 569 |
| 负债合计 | 1808 | 2152 | 2047 | 2668 | 现金及现金等价物净增加额 | 44 | 888 | 642 | 1920 |
| 股本 | 1202 | 1202 | 1202 | 1202 | | | | | |
| 资本公积金 | 1289 | 1289 | 1289 | 1289 | | | | | |
| 未分配利润 | 2689 | 3049 | 3734 | 4703 | | | | | |
| 少数股东权益 | 71 | 76 | 89 | 118 | | | | | |
| 其他 | 297 | 373 | 494 | 665 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 5549 | 5990 | 6808 | 7978 | | | | | |
| 负债和所有者权益总计 | 7357 | 8142 | 8855 | 10646 | | | | | |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|---|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048