

证券研究报告

2024年01月02日

行业报告 | 行业投资策略

金属与材料 行业年度策略

作者：

分析师 刘奕町 SAC执业证书编号：S1110523050001

分析师 孙亮 SAC执业证书编号：S1110516110003

联系人 项祈瑞

联系人 曾先毅

联系人 陈凯丽

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

摘要

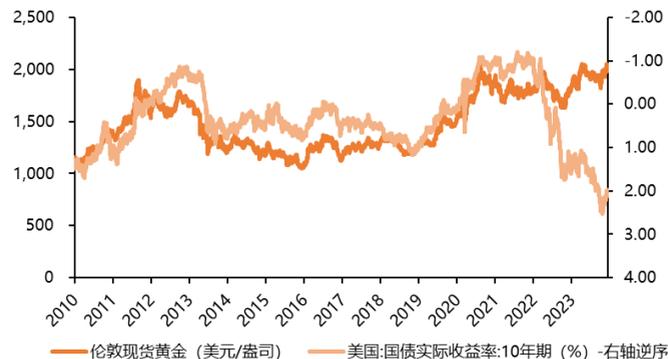
- **贵金属：美联储加息结束，降息预期交易或打开金价向上空间。**长周期看，金价较实际利率框架所反映出来的价格中枢明显上移，我们认为主要系非主权货币对美元货币体系的替代作用催生了央行购金等实物需求。中周期看，当前美联储加息周期结束，或将于24年开启降息周期，催生实际利率水平回落，打开金价向上空间。黄金股在金价回调幅度有限而存在向上期权背景下值得关注，建议关注**银泰黄金、山东黄金、中国黄金国际、赤峰黄金、盛达资源**。
- **基本金属：短期震荡趋势提供中长期关注窗口期。**1) **铜：**供应端矿企产量或将持续受到扰动，但较多的待投冶炼产能或提供一定电解铜增量，需求端内需预计在电力等依托下持稳为主，短周期商品价格预计在供应有增量而需求尚未迎来大规模修复背景下维持震荡，提供较好的中长期关注窗口。建议关注具备长期较好成长性的**金诚信、紫金矿业**，相对低估值标的**西部矿业、五矿资源**。2) **铝：**供应维度国内建成产能已接近峰值，需求端由于建筑地产占比较大且新开工面积增速自21H2以来显著下行使得市场对于24年铝需求相对悲观，若实际竣工需求在保交楼等政策催化下好于预期，需求或存在边际预期差。考虑到供应端受限而需求端市场或已提前反映悲观预期，电解铝板块或存在一定修复，建议关注**神火股份、中国宏桥、中孚实业**。
- **能源金属：资源为王静待风起，关注相对底部机会。**受新能源车增速放缓和产业链持续去库存等因素影响，23年锂价持续下行，从年初的51万元/吨跌至目前近11万元/吨，跌幅达79%。在未来几年的行业过剩预期下，我们认为锂价中枢或仍有下探空间，企业的成本优势和资源优势重要性将持续凸显。通过复盘近年锂价周期与股价走势，我们发现两者之间存在错位窗口，股价往往提前反映锂价。目前股价处于历史较低位，建议持续关注，建议关注：**永兴材料、中矿资源、天齐锂业**等。
- **战略小金属：山青花欲燃。**1) **钨：**近年来钨精矿开采配额增幅较小，钨矿供给侧偏刚性；而包括钨丝、3C钛合金加工刀具等高附加值场景涌现，需求侧暖意显现，钨价呈现易涨难跌格局。2) **锡：**供给侧扰动仍存，全球锡矿新增项目寥寥；宽松的货币环境预期下，2024年半导体周期的触底有望推升消费电子需求，进而推升锡需求。3) **锑：**地缘冲突或使全球锑矿生产受到更大冲击，光伏玻璃有望成为新的需求增长点，脆弱的供给或难以支撑光伏端快速增长的需求。
- **风险提示：**样本选取风险，主观判断风险，上游原材料波动风险，中美贸易摩擦导致的经营风险，扩产不及预期风险，新产品拓展不及预期风险，下游需求不及预期风险

贵金属：美联储加息结束，降息预期交易或打开金价向上空间

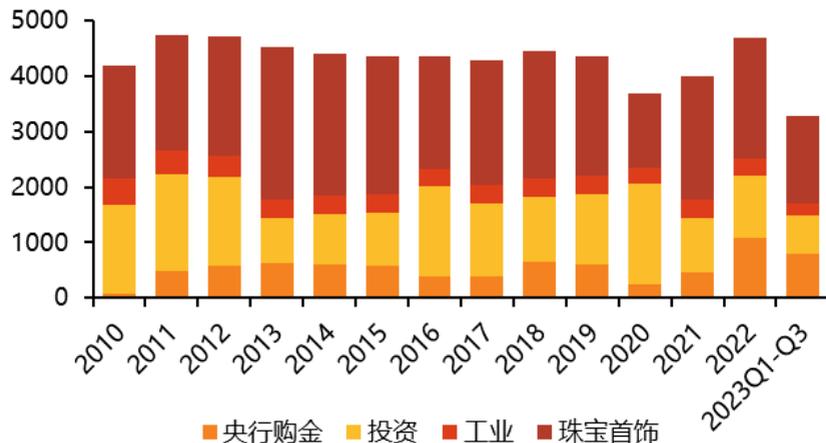
贵金属：央行购金带来的实物需求抬升金价长期中枢

- **商品属性：央行购金为金价提供中长期向上趋势。** 金价位置较当前实际利率所反映的有所偏移，我们认为其原因并非实际利率框架失效，而是因为全球央行购金带来的商品属性给予黄金中长期溢价。
- 2022年全球央行黄金购金量较21年有显著增加，达到1082吨，占全球总需求比重达到23%，且23年该趋势得到维持。我们认为央行购金大幅增加或由于非主权货币对美元货币体系的替代作用。

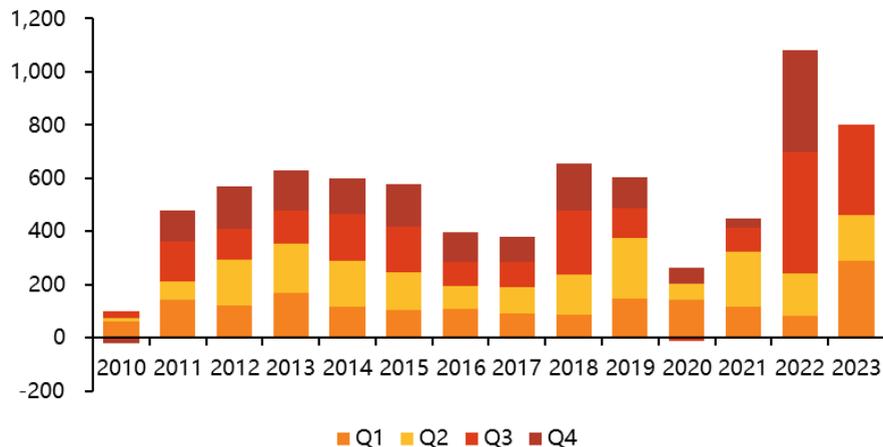
22年以来金价和实际利率有所偏离



22年央行购金占全球黄金比重达到23%



2022年全球央行购量金大幅增加 (吨)

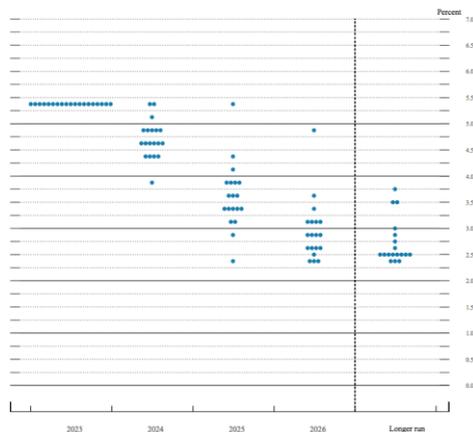


贵金属：美联储加息结束，降息预期交易或打开金价向上空间

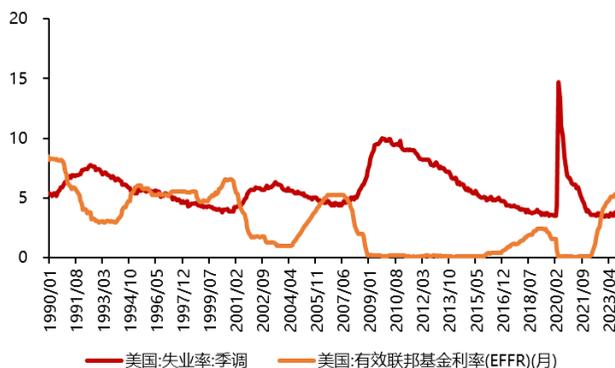
- 金融属性：**高利率环境使得美国通胀持续回落，12月议息会议美联储第三次暂停加息，点阵图显示过半数美联储官员认为24年至少降息三次。虽然短期内就业及经济数据较强使得美联储可能不会较早启动降息，但加息结束意味着美债收益率及美元指数的见顶。我们认为一方面，市场或提前在金价上对降息预期进行抢跑演绎。另一方面，高利率环境将对美国经济情况产生持续压制，24年美国或存在衰退风险，从而驱动美联储降息步伐前移，打开金价向上空间。
- 投资建议：**黄金股在金价回调幅度有限而存在向上期权背景下值得关注，建议关注银泰黄金、山东黄金、中国黄金国际、赤峰黄金、盛达资源。

点阵图显示53%官员预计24年至少降息三次

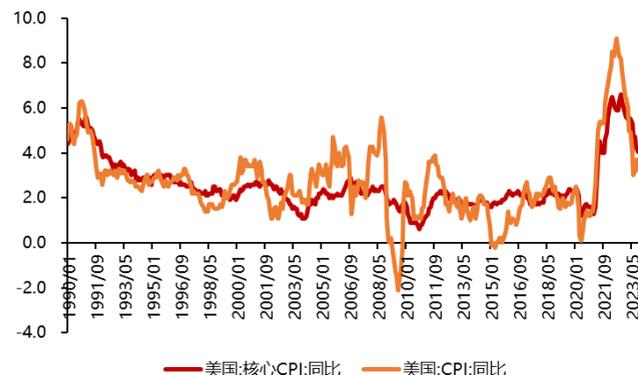
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



当前美国就业数据相对强劲 (%)



美国通胀持续回落 (%)

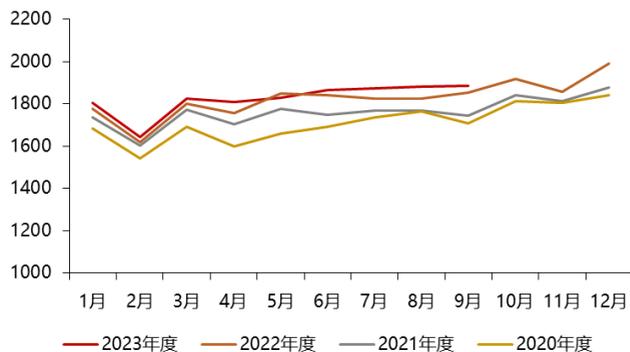


基本金属：短期震荡趋势提供中长期关注窗口期

铜：供应增量或不及预期，需求中期成长性较好

- 供给：1) 矿端：**根据期货日报公众号的报道，24年全球主要铜矿项目预计供给增量85万吨，增速3.7%，主要包括已投产项目爬产（例如泰克资源QB2、洛阳铝业TFM混合矿、紫金矿业/艾芬豪矿业卡莫阿-卡库拉铜矿等）；新项目智利 Capstone Mantoverde扩建、博兹瓦纳Sanfire Motheo铜矿等。但是由于矿山品位下降、产铜国政局不稳等干扰因素，预计实际铜矿产量释放将不及预期。近期第一量子停产以及英美资源下修产量指引，印证铜矿增速或不及预期观点。**2) 冶炼：**据Mysteel，23年国内精铜产量环比增长71万吨至1150万吨，24年在部分企业大检修产量损失减少以及23Q4新投产产能爬坡以及新增产能基础上，预计将会有75万吨增量。Freeport与国内铜企签订的24年长单价格80美元/吨，较去年同期的88美元/吨有所下降，也反映出24年矿端相对于冶炼或有所偏紧，对冶炼产能较大的企业或形成一定盈利压制。

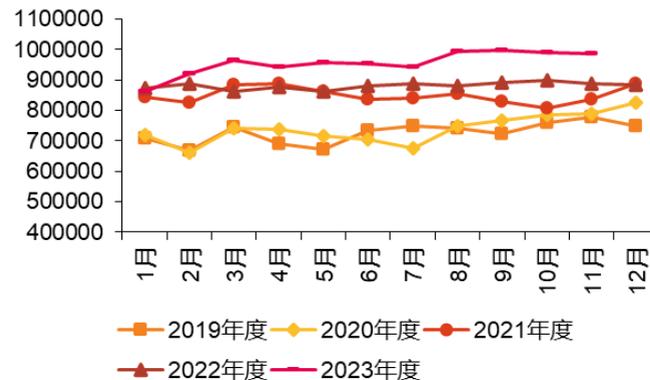
全球铜矿月产量（千吨）



23年四季度以来TC有所走弱（美元/吨）



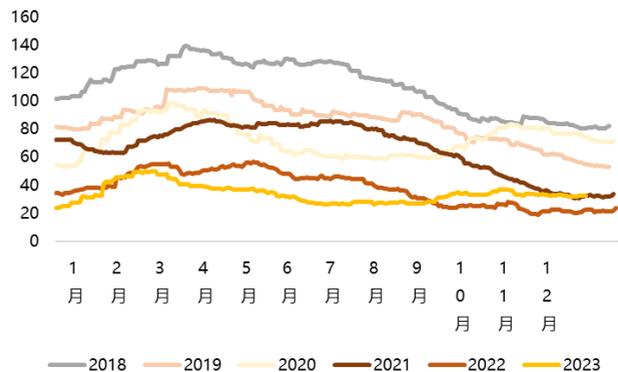
23年1-11月国内精炼铜产量同比+8.5%（吨）



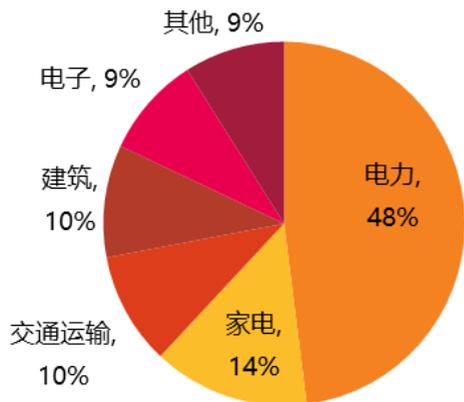
铜：供应增量或不及预期，需求中期成长性较好

- **需求：**传统需求中，铜的需求结构优于铝，2022年电力占其需求比重约一半，第二大需求领域为家电，家电或因高基数有所下降，但国内电网等传统需求预计总体持稳为主。除传统需求外，新能源需求占比持续提升拔高了明年新能源领域的增量。
- **库存：**全球显性库存依然处于历史较低水平，对价格形成支撑。
- **投资建议：**建议关注具备长期较好成长性的**金诚信、紫金矿业**，相对低估值标的**西部矿业、五矿资源**。

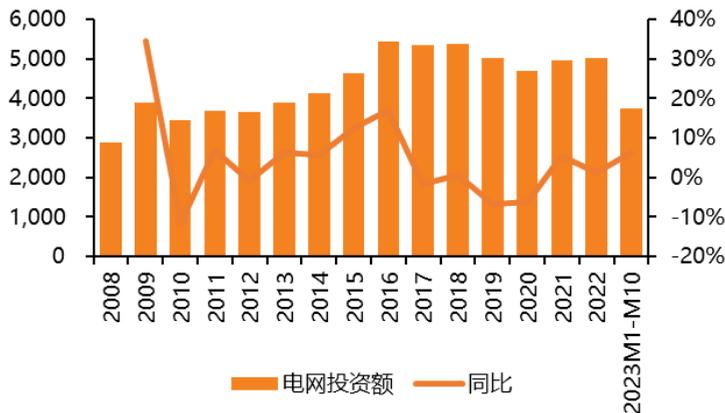
全球铜显性库存处于低位水平（万吨）



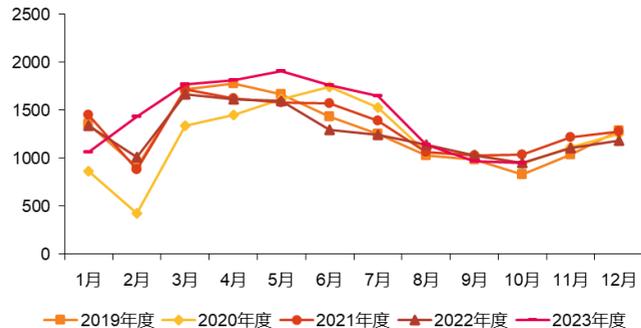
2022年电力占铜需求比重达到一半



近年来国家电网基建投资额稳步增长（亿元）



空调产量高基数下用铜需求或有一定下降（万台）



铜：供应增量或不及预期，需求中期成长性较好

铜供需平衡表（千吨）

	2021	2022					2023f					2024f					2025f	2026f	2027f
	年	Q1	Q2	Q3	Q4	年	Q1	Q2	Q3	Q4	年	Q1	Q2	Q3	Q4	年	年	年	年
开采产量	21,266	5,288	5,427	5,545	5,770	22,031	5,416	5,559	5,681	5,909	22,564	5,636	5,787	5,916	6,145	23,484	24,580	25,185	25,700
同比 (%)	2.6	3.6	3.6	3.7	3.4	3.6	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	4.1	4.1	4.1	4.0	4.1	4.7	2.5	2.0
冶炼产量	19,074	4,731	4,777	4,777	4,823	19,109	4,911	4,994	4,994	5,077	19,974	5,177	5,265	5,265	5,353	21,058	22,382	23,266	23,891
同比 (%)	2.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	3.8	4.5	4.5	5.3	4.5	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	6.3	4.0	2.7
精炼产量	24,643	6,016	6,270	6,411	6,327	25,025	6,270	6,518	6,632	6,637	26,058	6,518	6,780	6,901	6,901	27,101	28,321	29,138	29,581
同比 (%)	3.1	1.4	1.7	2.3	0.8	1.5	4.2	4.0	3.4	4.9	4.1	4.0	4.0	4.1	4.0	4.0	4.5	2.9	1.5
精炼需求	24,854	6,340	6,425	6,153	6,423	25,341	6,323	6,598	6,510	6,592	26,023	6,512	6,794	6,703	6,785	26,794	27,768	28,711	29,602
同比 (%)	5.8	5.1	2.0	-1.1	1.9	2.0	-0.3	2.7	5.8	2.6	2.7	3.0	3.0	3.0	2.9	3.0	3.6	3.4	3.1
精炼供需平衡	-211	-324	-154	258	-96	-316	-53	-80	122	46	35	7	-14	198	116	307	553	427	-21
交易所库存	197	271	258	211	193	193	237	172	234	195	195	319	254	242	210	210	239	260	259
同比 (%)	-27.2	-32.9	-37.8	-33.4	-1.9	-1.9	-12.5	-33.4	10.7	0.9	0.9	34.7	47.7	3.8	8.0	8.0	13.4	9.1	-0.4
总库存	4,097	3,773	3,619	3,877	3,781	3,781	3,729	3,649	3,771	3,817	3,817	3,823	3,809	4,008	4,124	4,124	4,677	5,104	5,083
同比 (%)	0.0	-10.4	-0.1	-0.1	-0.1	-7.7	-1.2	0.8	-2.7	0.9	0.9	2.5	4.4	6.3	8.0	8.0	13.4	9.1	-0.4
LME 现货价格 (美元/吨)	9,317	9,997	9,513	7,745	8,001	8,797	8,927	8,464	8,356	8,121	8,471	8,133	8,567	8,500	8,883	8,521	8,800	9,250	9,800
同比 (%)	50.8	17.6	-1.9	-17.4	-17.5	-5.6	-10.7	-11.0	7.9	7.9	-3.7	-8.9	1.2	1.7	9.4	0.6	3.3	5.1	5.9

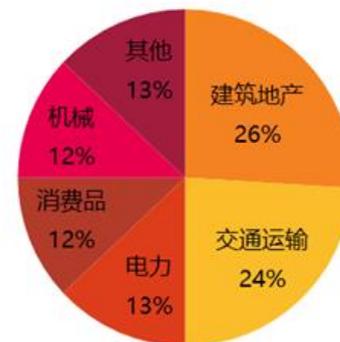
截至2023年12月13日

f = 预测值

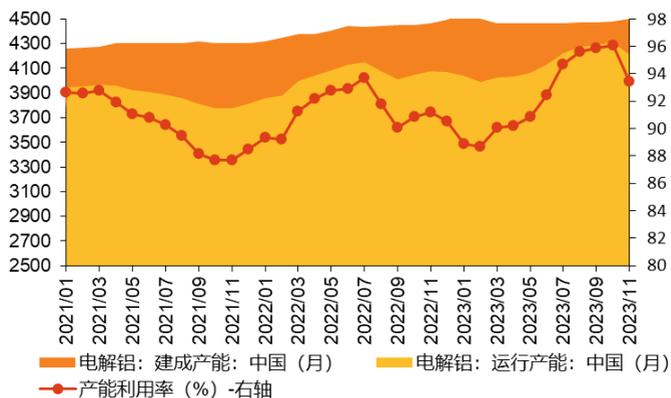
铝：供应端受限，需求端竣工或存在潜在的预期差

- **供给：**截止2023年11月底，国内建成产能4504万吨，运行产能达到4210万吨，建成产能基本达到天花板，我们预计24年新投产能的边际增量有限，供应端的受限相对确定。
- **需求：**建筑地产占电解铝需求达到约四分之一，市场核心担忧21H2新开工需求的滑坡向竣工端的传导，若实际竣工需求在保交楼等政策催化下好于预期，需求或存在边际预期差。
- **库存：**库存再度去化至49.1万吨的低位水平，去库趋势一方面表明当前供需偏紧，另一方面低位库存水平能够对价格形成支撑。

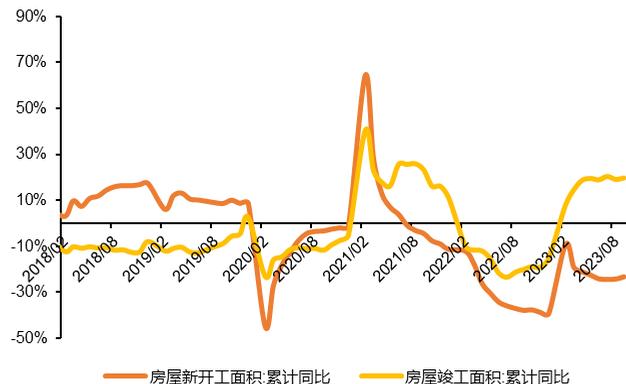
2022年建筑地产占电解铝需求比重达到四分之一



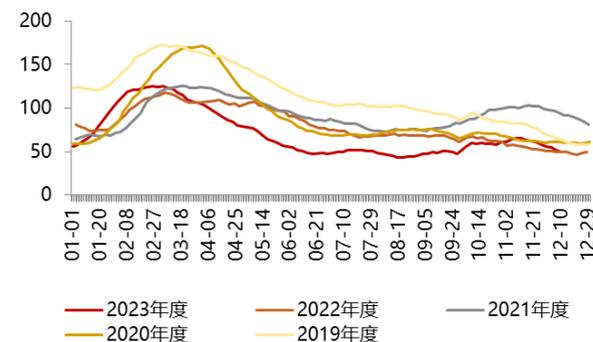
国内电解铝运行产能约4210万吨



21年下半年起国内新开工面积增速下滑



铝锭库存位于低位水平（万吨）



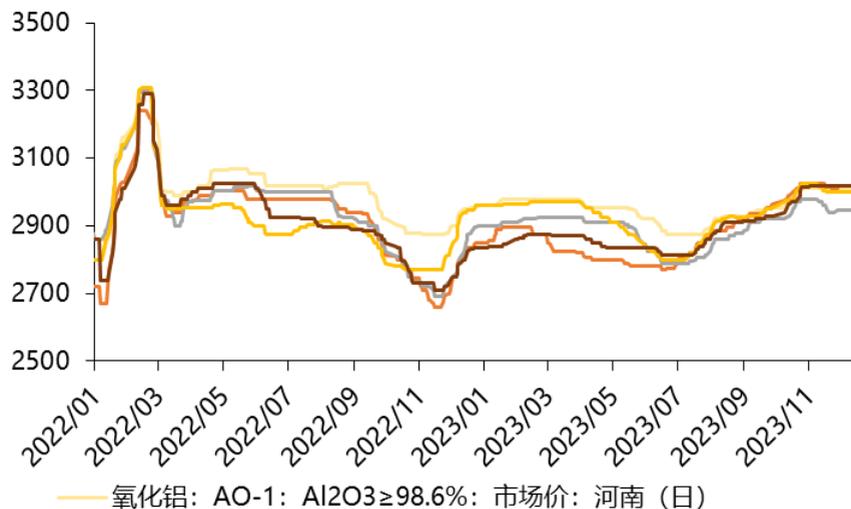
铝：供应端受限，需求端竣工或存在潜在的预期差

- 吨铝盈利：**根据Mysteel披露的数据，2023年11月中国电解铝行业平均完全成本16038元/吨，对应吨铝盈利2929元/吨，表明当前电解铝非成本定价而是供需定价（成本定价无法解释如此高的吨铝盈利）。我们认为，在供需尚可支撑铝价的背景下，三大核心成本项（氧化铝、电力、预焙阳极）在24年不具备大幅上涨的基础，电解铝高吨铝盈利有望维持。
- 投资建议：**考虑到供应端受限而需求端市场或已提前反映悲观预期，电解铝板块或存在一定边际预期差，建议关注神火股份、中国宏桥、中孚实业。

当前国内电解铝吨铝盈利约2929元/吨



氧化铝价格已高位回落 (元/吨)



预焙阳极价格下行 (元/度)

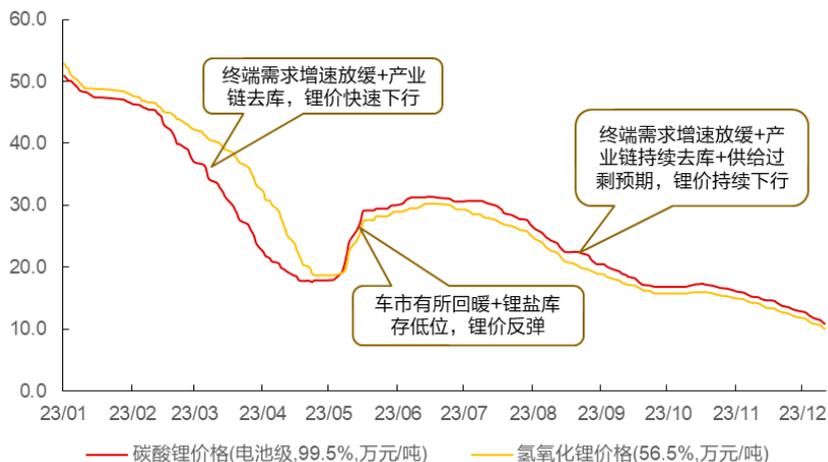


能源金属：资源为王静待风起，关注相对底部机会

锂：23年终端需求增速放缓+产业链去库存，价格持续下行

- 23年锂价复盘：**年初至今（12月中），电池级碳酸锂价格从51万元/吨跌至11万元/吨，跌幅达79%，整体呈单边下跌趋势，具体看分三个阶段：**1) 年初至4月底**，受下游需求增速放缓与产业链去库存等因素影响，锂价高位回落、快速下行至约18万元/吨；**2) 5-6月**，车市有所回暖，叠加下游锂盐库存低位，锂价反弹至约30万元/吨；**3) 下半年至今**，在终端需求增速放缓、产业链持续去库和未来几年行业过剩预期下，锂价持续下行至目前的11万元/吨。
- 供需平衡：**2023-2025年，我们预计锂资源供应可能**由供需紧平衡向供应过剩过渡**。据SMM披露信息，随着新增及扩建的盐湖、辉石等项目集中释放期，需求虽维持稳步上行但边际增速不及初期，从而推动锂盐供需结构实现逆转，锂价中枢或仍有下探空间。

图：23年初至今锂价复盘



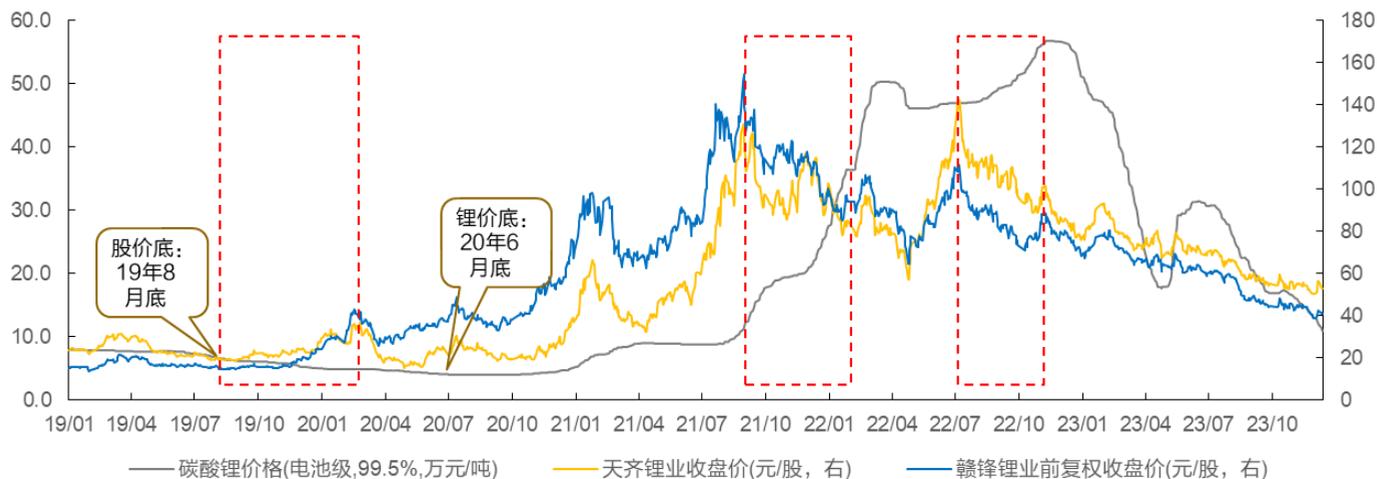
表：锂行业供需平衡测算

	2022	2023E	2024E	2025E
锂资源供给	72.7	116.7	179.0	240.6
回收供给	4.5	7.2	7.5	9.0
供给合计	77.2	123.9	186.5	249.6
电池装机量需求	57.3	87.0	115.0	148.4
电池产量需求	79.6	109.1	156.5	202.8
电池装机量满足度	135%	142%	162%	168%
电池产量满足度	97%	114%	119%	123%

锂：关注具备成本优势、高自给率标的

- **历史股价往往提前反映锂价：**通过复盘近年锂价周期与股价走势，我们发现两者之间存在错位窗口，股价往往提前反映锂价。在上一轮锂价下行周期中，19年8月底赣锋与天齐股价阶段性见底反转，而锂价于20年6月底阶段性见底，股价领先于锂价约10个月见底。而在本轮下行周期中，我们认为股价包含下跌预期，目前处于历史较低位，**或存在修复预期。**
- **投资建议：**我们认为未来几年行业供给过剩预期下，锂价中枢或仍有下探空间，企业的成本优势和资源优势重要性将持续凸显，建议持续关注，建议关注：**永兴材料、中矿资源、天齐锂业等。**

图：历史锂价周期与股价走势错位窗口



小金属：山青花欲燃

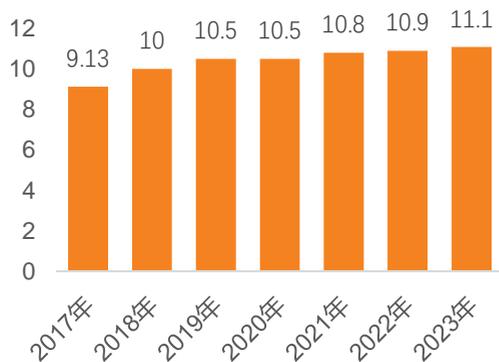
钨：金属价格易涨难跌，高附加值需求场景不断打开

钨：供给受限，需求回暖，金属价格易涨难跌

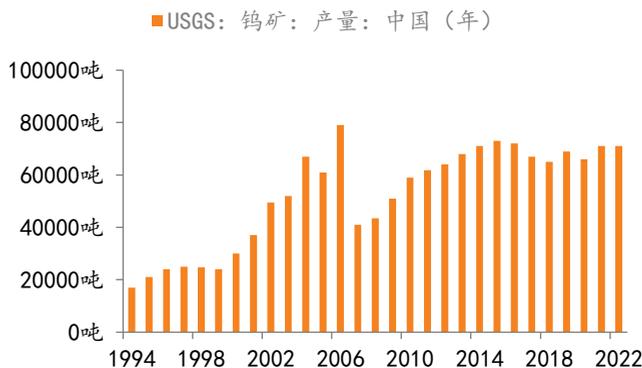
——钨供给采取开采配额制，近年来钨精矿开采配额增幅较小。2023年，中国钨精矿配额11.1万吨，同比微增0.2万吨；2022年，中国钨精矿产量7.1万吨，同比2021年持平。钨矿供给侧偏刚性，因此2023年钨矿价格整体稳定，在2024年需求回暖的预期下，钨价有望进一步上行。

——钨需求中最重要的用途是硬质合金，下游连接制造业。2023年，中国工业企业产成品存货增速由2月的10.7%下降至10月的2%，去库趋势延续。我们预期2024年需求有望复苏，带动钨价上行。

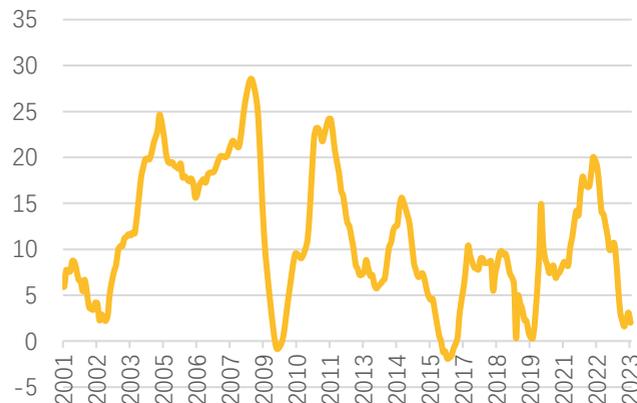
图：中国钨精矿开采配额增速低（万吨）



图：中国钨矿产量增速放缓（吨）



图：中国产成品库存增速接近历史底部（%）



钨：金属价格易涨难跌，高附加值需求场景不断打开

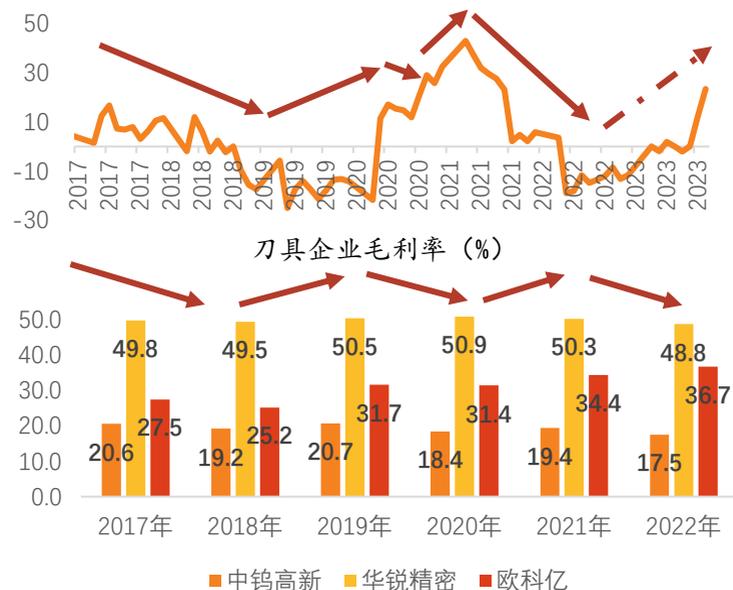
• 钨：机床周期持续上行，高附加值需求场景不断打开

——需求顺应机床周期上行：历史上，刀具公司毛利率与机床周期基本同向波动，2022年机床周期触底后持续回暖，2023年9月后机床产量增速强势回归扩张区间，行业公司盈利修复预期仍存。

——高附加值下游被不断挖掘：3C钛合金加工拉动刀具需求，有望释放潜在市场空间；钨丝渗透率不断提升，行业公司迎来新盈利点。

图：刀具企业毛利率与机床周期同向波动（%）

中国：产量：金属切削机床：当月同比



表：2025年光伏钨丝母线市场空间有望超百亿元

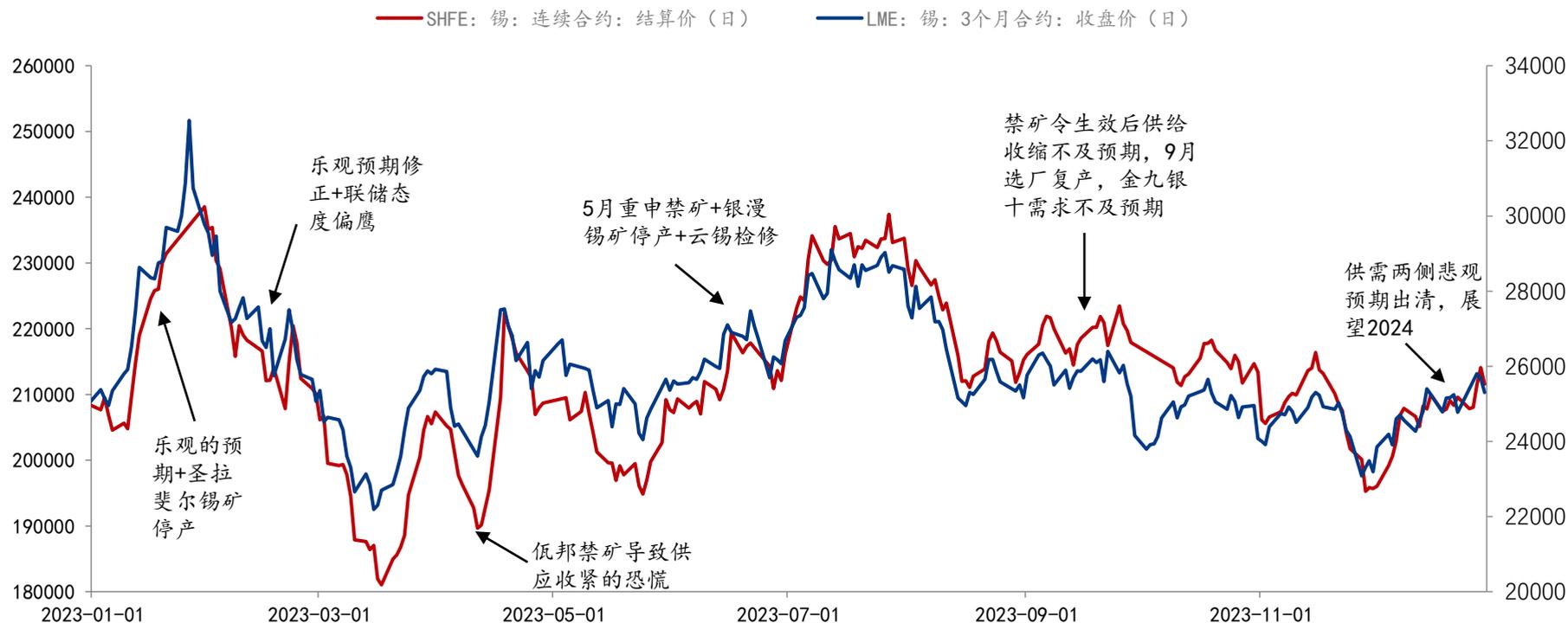
	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E
全球光伏新增装机量 (GW)	183	228	414	538.2	699.66
容配比	1.24	1.25	1.25	1.25	1.25
硅片需求量 (GW)	227	285	518	673	875
单GW线耗 (万公里/GW)	45	52	52	52	52
总金刚线需求量 (万Km)	10215	14820	26910	34983	45477.9
钨丝金刚线渗透率			20.00%	30.00%	40.00%
钨丝母线单价 (元/km)			30	30	30
钨丝母线市场规模 (亿元)			80.7	104.9	136.4

锡：原料供给扰动持续，消费电子复苏利好锡需求回暖

• 锡2023年复盘

——SHFE锡全年涨幅1.87%，均价21.22万/吨，最大值23.86万/吨，最小值18.10万/吨；LME锡全年涨幅1.19%，均价2.59万美元/吨，最大值3.21万美元/吨，最小值2.23万美元/吨。

——2023年的起伏展现出预期与现实反复矫正，行至岁末锡价反弹，或代表着市场已在交易2024年较好的预期。

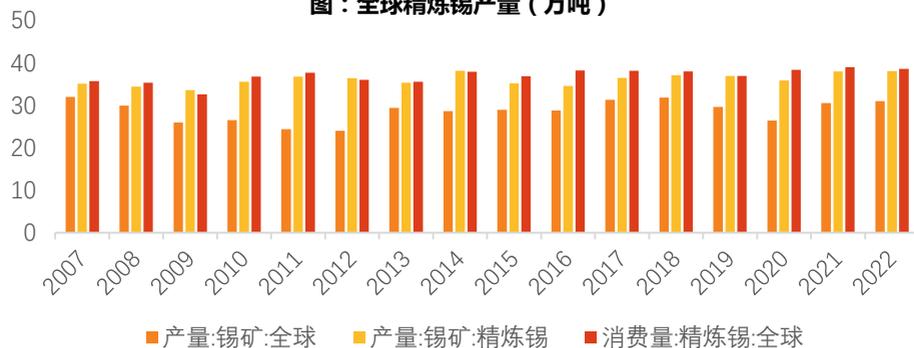


锡：原料供给扰动持续，消费电子复苏利好锡需求回暖

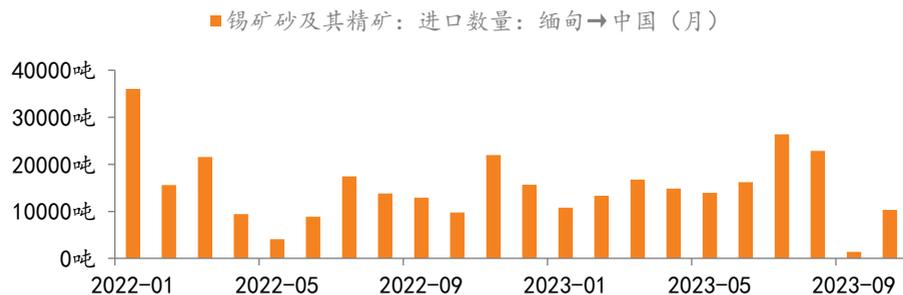
锡：原料供给扰动持续

——新增项目寥寥，供给端扰动仍存：2024年，锡矿新增项目主要来自刚果（金）Bisie锡矿的Mpama South姆帕玛南矿区；而随着佧邦禁矿的持续，锡矿进口在中长期难以回到此前高位，我们预计矿端可能将维持供应偏紧的局面。

图：全球精炼锡产量（万吨）



图：缅甸矿进口量自8月后大幅下滑（吨）



图：缅甸占中国锡矿进口大头（万吨）

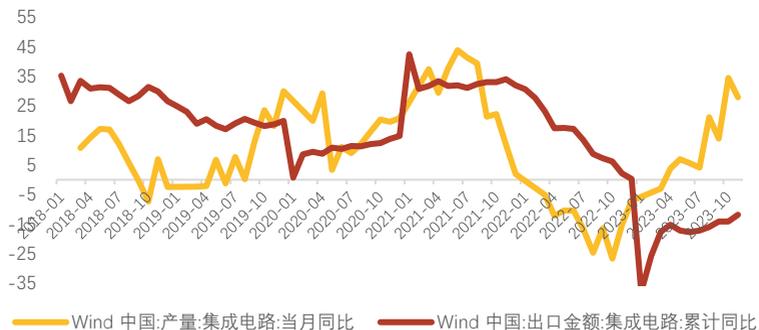


锡：原料供给扰动持续，消费电子复苏利好锡需求回暖

锡：消费电子复苏利好锡需求回暖

——半导体周期回暖推升锡需求：消费电子仍是锡需求大头，我们认为消费电子的底层逻辑就是消费（如历史上锡价与铜价同向波动，但略滞后于铜），因此本质上同样受全球货币环境影响。2024年随着降息预期逐渐升温，宽松的利率、货币环境有望推升消费电子需求，进而推升锡需求。

图：中国集成电路产量增速回暖



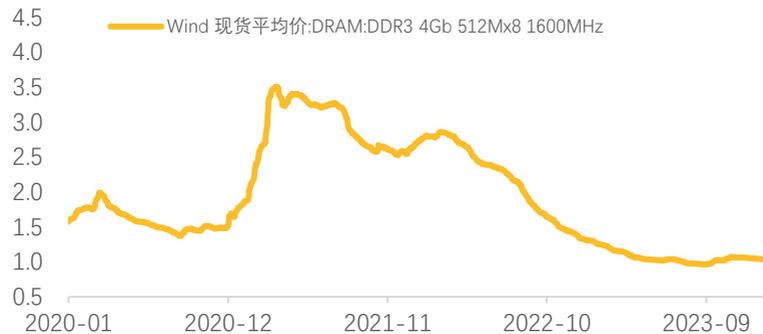
图：全球半导体销售额增速回暖



图：23Q3全球智能手机出货量回暖（单位：百万台）



图：存储价格下降趋势减缓（单位：美元）



锡：原料供给扰动持续，消费电子复苏利好锡需求回暖

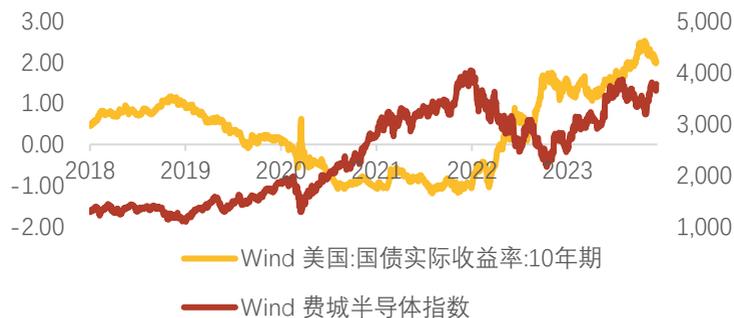
锡：消费电子复苏利好锡需求回暖

——半导体周期回暖推升锡需求：消费电子仍是锡需求大头，我们认为消费电子的底层逻辑就是消费（如历史上锡价与铜价同向波动，但略滞后于铜），因此本质上同样受全球货币环境影响。2024年随着降息预期逐渐升温，宽松的利率、货币环境有望推升消费电子需求，进而推升锡需求。

图：锡供需平衡（万吨）

	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E
全球精锡产量	37.9	38.0	38.4	38.7	39.1
全球精锡消费量	39.0	38.6	39.7	40.9	42.1
供需平衡	-1.1	-0.6	-1.3	-2.2	-3.0
锡焊料	19.1	18.5	19.4	20.4	21.4
通信	4.6	4.4	4.7	4.9	5.1
计算机	3.6	3.5	3.7	3.9	4.1
消费电子	5.0	4.8	5.1	5.3	5.6
汽车电子	3.1	3.0	3.1	3.3	3.4
工业及其他	2.9	2.8	2.9	3.1	3.2
锡化工	6.6	6.6	6.5	6.4	6.4
镀锡板	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6
锡铜合金	2.7	3.1	3.2	3.3	3.4
铅酸电池	2.7	3.1	3.2	3.2	3.3
其他	3.1	2.7	2.8	2.9	3.0
合计	39.0	38.6	39.7	40.9	42.1

图：半导体景气度（右轴）与美债收益率（左轴）负相关



图：锡价与铜价基本同向波动

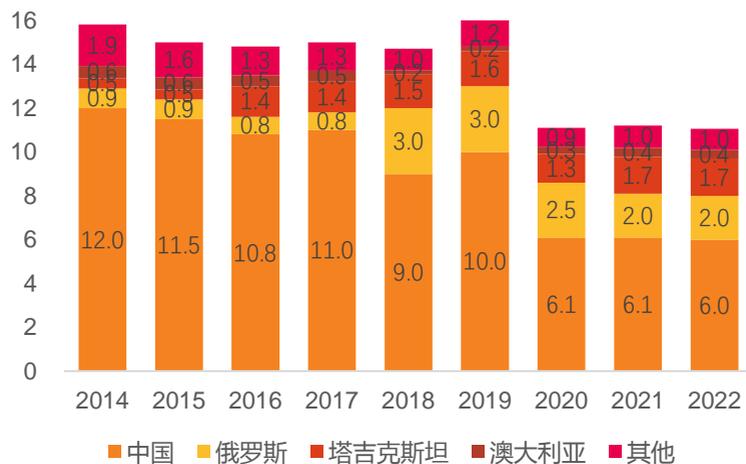


铟：脆弱的供给难以支撑光伏端快速增长的需求

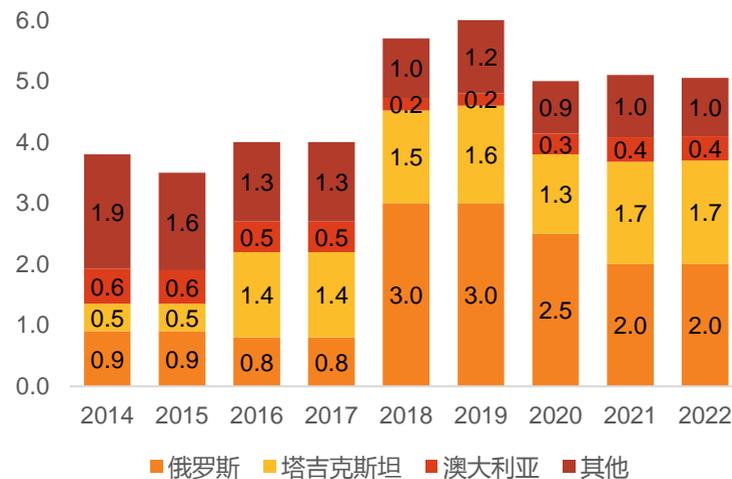
铟：脆弱的供给难以支撑光伏端快速增长的需求

——地缘冲突或使全球铟矿生产受到更大冲击：2020年后全球铟矿产量大幅下滑，主要原因为中国减产约4万吨；除中国外，2018年后俄罗斯、塔吉克斯坦等国支撑了全球铟矿产量的大头，但俄罗斯铟矿产量也呈整体下行趋势。展望明年，持续进行的俄乌冲突或使得俄罗斯铟矿产量受到波及，进一步加剧供给的收缩。

图：全球铟矿产量（万吨）



图：俄罗斯贡献了海外铟矿产量大头（万吨）



铟：脆弱的供给难以支撑光伏端快速增长的需求

铟：脆弱的供给难以支撑光伏端快速增长的需求

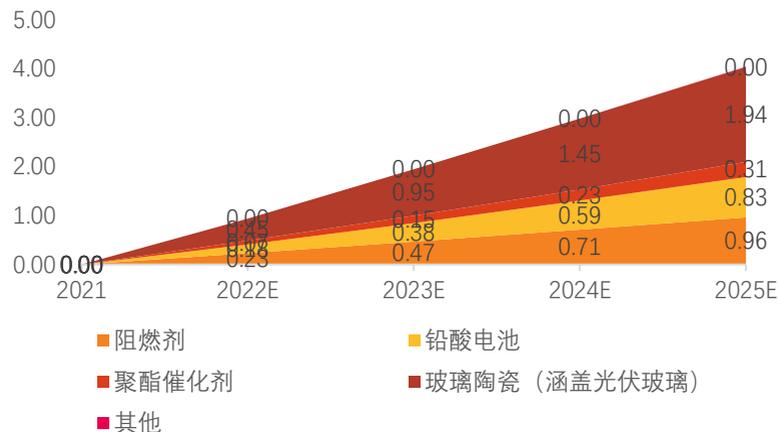
——铟-卤系阻燃剂被替代效果不明显：铟-卤系阻燃剂因其发烟量大、有毒等问题，引起了对于铟-卤系阻燃剂被替代而引起铟需求下滑的担忧。但无卤阻燃剂仍存在阻燃效率低、对材料的力学性能会产生负面影响等缺点，在部分对阻燃效率要求较高领域卤系阻燃剂仍无法替代，短期内仍难完全退出市场。

——光伏玻璃有望成为新的需求增长点：铟在光伏玻璃生产中具有重要作用，光伏将成为铟新的需求增长极。据我们测算，在21-25年新增的4.04万吨增量中，光伏玻璃贡献最大达1.94万吨，阻燃剂其次达0.96万吨。我们预计在2025年的需求结构中，玻璃陶瓷领域占比有望由10%上升至约18.55%。

图：光伏对铟需求测算

	2021年	2022年E	2023年E	2024年E	2025年E
全球光伏新增装机量（GW）	170	238	309.4	386.8	464.1
单面组件渗透率（%）	63	57	48	45	42
双面组件渗透率（%）	37	43	52	55	58
2.5mm厚度光伏玻璃占比（%）	50	40	30	20	10
2.0mm厚度光伏玻璃占比（%）	50	60	70	80	90
单面组件光伏玻璃耗量（万吨/GW）	4.32	4.32	4.32	4.32	4.32
全球单面组件光伏玻璃需求（万吨）	462.7	586.1	641.6	751.8	842.1
双面组件2.5mm厚度光伏玻璃耗量（万吨/GW）	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
全球双面组件2.5mm厚度光伏玻璃需求（万吨）	229.6	298.8	352.3	310.6	196.5
双面组件2.0mm厚度光伏玻璃耗量（万吨/GW）	5.85	5.85	5.85	5.85	5.85
全球双面组件2.0mm厚度光伏玻璃需求（万吨）	184.0	359.2	658.8	995.5	1417.2
全球光伏玻璃总需求(万吨)	876.2	1244.1	1652.8	2057.9	2455.8
焦铟酸钠添加比例（%）	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
焦铟酸钠需求量（万吨）	2.26	3.20	4.25	5.30	6.32
铟含量（%）	49.15	49.15	49.15	49.15	49.15
折算铟金属需求量（万吨）	1.08	1.53	2.03	2.53	3.02

图：光伏领域对铟需求拉动最大（万吨）



风险提示

样本选取风险：本文样本选取具有一定局限性，主要集中于金属及非金属新材料行业，仅供参考。

主观判断风险：本文对公司和赛道的成长性判断具有一定主观性，仅供参考。

上游原材料波动风险：若原材料的价格大幅度波动，对新材料行业公司的采购和生产经营存在一定程度的不利影响。

中美贸易摩擦导致的经营风险：部分新材料出口的产品被列入美国加征关税清单，可能导致公司向美国的出口销售额有所下降。如未来贸易摩擦加剧，可能影响相关公司开拓美国市场，从而给业绩带来不利影响。

扩产不及预期风险：新项目建设具有一定时间周期，在项目实际实施过程中，可能因宏观经济环境影响、报批手续缓慢、工艺技术升级等因素导致项目建设进度不达预期、不能按期达产等风险。

新产品拓展不及预期风险：部分新材料公司存在新产品研发和拓展项目，可能面临客户开拓失败的风险。

下游需求不及预期风险：新材料产品的终端应用领域受宏观经济形势、居民可支配收入以及消费者信心的影响较大。如果我国相关行业景气度持续下降，产销规模不及预期，或新冠疫情影响进一步扩大，进而可能影响行业的经营及收入情况。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS