

# 增量资金投入确定性：铜等工业金属需求韧性叠加低库存 造就价格维持高位，估值修复可期

证券分析师：孟祥文

执业证书编号：S0600523120001

联系邮箱：mengxw@dwzq.com.cn

研究助理：米宇

执业证书编号：S0600122090066

联系邮箱：miy@dwzq.com.cn

二零二四年一月十六日

- **固收类资金由于“资产荒”有望外溢至资源类资产方向。**目前市场上固收类资金主要来自银行、保险及公募基金等等，从大背景角度来看，2023年至今固收产品除10年期国债外，公司债、政府债、定增等规模均有所缩减，导致：**1) 第一次资金外溢，或投向类固收产品**，主要为两个方向：高股息股票或REITs；**2) 第二次资金外溢：**由于reits产品由于底层资产出租率有所下降，市场对后续情形略为悲观，且整体容纳程度有限，我们预计资金主要会流向高股息方向，如煤炭、银行、高速等；**3) 第三次资金外溢：**由于高股息股票行情2023年年底开始演绎，我们预计行情或持续至1月底，我们判断本轮行情由保险oc部门主导，由于其采用IFRS9规则，不受资产净值变动影响，仅考虑分红即可，但伴随高股息股票股价涨幅较大，其他考核资产净值的银行、公募基金或去寻找投资更为确定性收益的标的，我们预计由于工业金属板块例如铜等，基本面逻辑较强、相对价格表现优异下估值仍处历史低位，或为外溢资金下一步偏好板块。
- **制造业重塑，工业金属需求增加潜力巨大。**1) 美国制造业历经“三次”重塑：1) 2008年金融危机后，美国开启“再工业化”战略应对过度依赖金融和虚拟经济，重塑制造业。制造业PMI及铜价yoy均由负转正。2) 2017年以后，特朗普基于制造业国际竞争加剧且美国经济结构并未改善继续发展“再工业化”，制造业PMI维持高位。3) 21年疫情放开后，工业区域化转型，全球制造业产业链发展更为完善，竞争加剧导致PMI下滑，为避免制造业“空心化”，拜登签订了芯片法案并增加联邦补贴，2023年美国制造业厂房投资高增，2023年11月美国制造业建造支出2100亿美元，yoy+59%，处于近20年来投资高位，有望促使工业金属需求持续超预期。
- **地缘政治风险及逆全球化背景下的大宗金属。**地缘政治冲突频发有望抬升基础金属中枢价格。1) 从成本端逻辑出发，逆全球化背景下大国参与的地缘政治风险在走向长期化的过程中有望永久性的推高能源价格，以俄乌冲突为例，俄罗斯在全球能源出口端占据重要位置，俄乌地缘政治争端严重影响能源类大宗商品价格，从而推动有色金属价格增长；2) 从对外依存角度出发：全球铜矿及铝土矿主要集中于南美洲、非洲及东南亚等非主要工业国家的地区，地缘冲突频发将提升大国对基础工业资源储备的需求；3) 从战备需求角度出发：铜铝等基础金属是重要的战争物资，不稳定的地缘冲突事件频发有望提高各国对于战争物资的储备需求。
- **历史投资不足，未来供给增速放缓，库存处于历史低位。**1) **铜：**铜企资本开支2012年达到峰值，2013-2016年大幅减少，近年来缓慢提升，后续新增供应预计增速放缓，供需矛盾持续激化。2023年全球主要交易所铜库存位于历史7年低位水平，截至2023年11月主要交易所库存为23万公吨，yoy+18%，预计Q4需求有所减弱，然而在目前库存绝对值低分位下，铜价或受波动影响更为显著。2) **铝：**国内电解铝未来供给瓶颈明显，截至2024年1月4日，中国电解铝建成产能逼近4500万吨上限；铝水比例不断提高而导致的可流通原铝铝锭以及交易所仓单大幅减少，市场存在一定时间内供给不足的风险；我国电解铝产能向绿电省转移，枯水期限电或成为常态。
- **主要经济体经济疲软，工业金属价格依旧保持高位。**2023年主要经济体仍显疲弱，但铜价维持8500美元/吨左右，较为稳定。盈利角度2023年进入Q4以来，中国TC及RC有显著下降趋势，铜矿端仍能维持较高利润空间。
- **投资建议：1) 铜：**行业整体市盈率震荡下行，目前铜（申万）板块截至2024.1.11日板块PE-ttm为15.5，处于近5年来25分位值以下水平，较为低估。我们建议关注具有显著铜增量的**洛阳钼业**、矿服+资源优质个股**金诚信**以及高股息**西部矿业**标的。2) **铝：**截至2024年1月11日，A股铝板块PE-ttm为13.73倍，处于自2020年以来32.5%的历史分位水平。站在当下时点，宏观环境的整体改善以及国内经济复苏的进展需进一步观察，选股侧重低估值高股息，建议关注**神火股份**、**中国宏桥**。站在中长期维度，铝价因供需矛盾易涨难跌，选股侧重高弹性高壁垒，冶炼端，建议关注具备高弹性低成本的一体化铝企，**云铝股份**、**中国铝业**，未来有望充分受益于铝价上涨；加工端，建议关注高科技赋值的深加工铝企**南山铝业**，未来有望充分受益于汽车、航空等新产业发展。
- **风险提示：**市场竞争格局加剧；地缘政治风险；金属价格不及预期等。



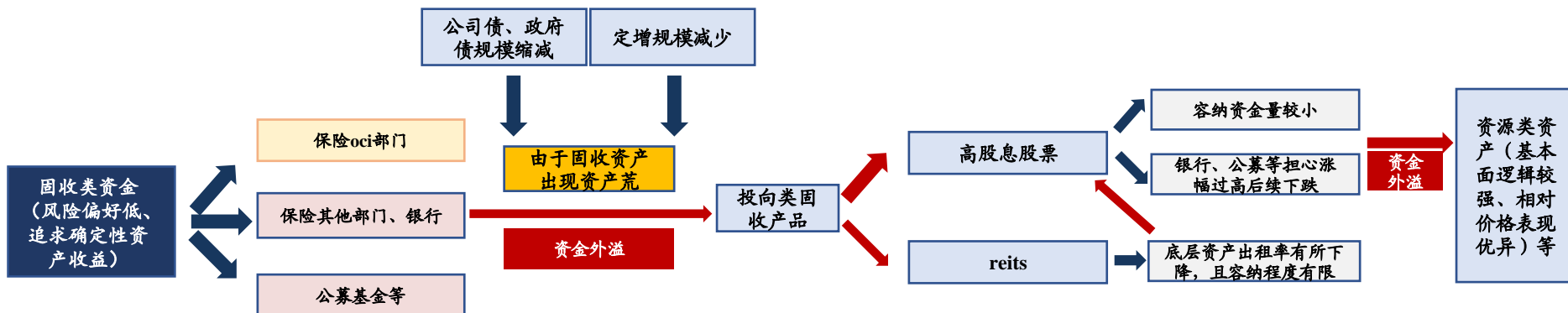
- **一、固收类资金由于资产荒有望外溢至资源类资产方向**
- **二、制造业重塑，工业金属需求增加潜力巨大**
- **三、地缘政治风险及逆全球化背景下的大宗金属**
- **四、历史投资不足，未来供给增速放缓，库存处于历史低位**
- **五、主要经济体经济疲软，工业金属价格依旧保持高位**
- **六、行业个股投资策略**
- **七、风险提示**

## 一、固收类资金由于资产荒有望外溢至资源类资产方向

# 1.1 固收类资金由于资产荒有望外溢至资源类资产方向

- **固收类资金由于“资产荒”有望外溢至资源类资产方向。**目前市场上固收类资金主要来自银行、保险及公募基金等等，从大背景角度来看，固收类产品2023年至今除10年期国债外，公司债、政府债、定增等规模均有所缩减，导致：
  - 1) **第一次资金外溢**，或投向类固收产品，主要为两个方向：高股息股票或REITs；
  - 2) **第二次资金外溢**：由于reits产品由于底层资产出租率有所下降，市场对后续情形略为悲观，且整体容纳程度有限，我们预计资金主要会流向高股息方向，如煤炭、银行、高速等；
  - 3) **第三次资金外溢**：由于高股息股票行情2023年年底开始演绎，我们预计行情或持续至1月底，我们判断本轮行情由保险oci部门主导，由于其采用IFRS9规则，不受资产净值变动影响，仅考虑分红即可，但伴随高股息股票股价涨幅较大，其他考核资产净值的银行、公募基金或去寻找投资更为确定性收益的标的，我们预计由于工业金属板块例如铜等，基本面逻辑较强、相对价格表现优异下估值仍处历史低位，或为外溢资金下一步偏好板块。

图：固收类资金投向分析与预测



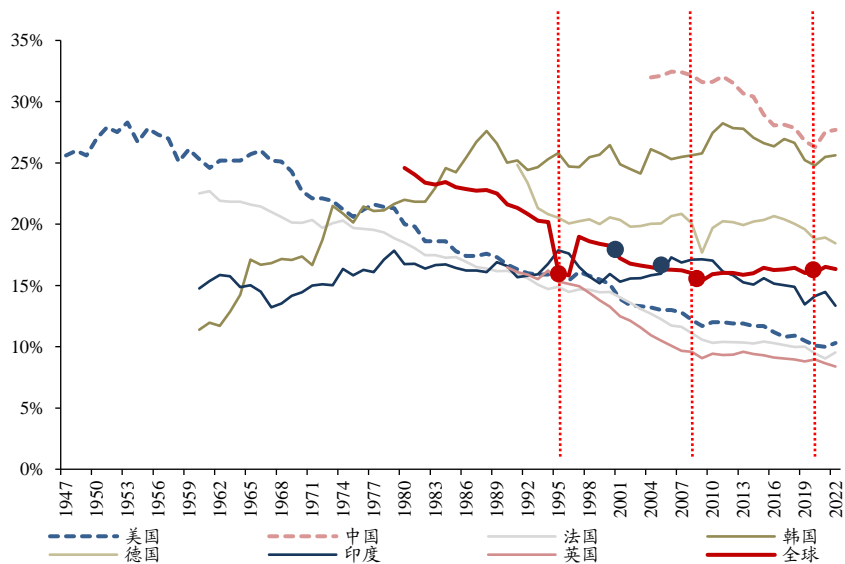
资料来源：东吴证券研究所

## 二、制造业重塑，工业金属需求增加潜力巨大

# 2.1 制造业重塑，工业金属需求增加潜力巨大

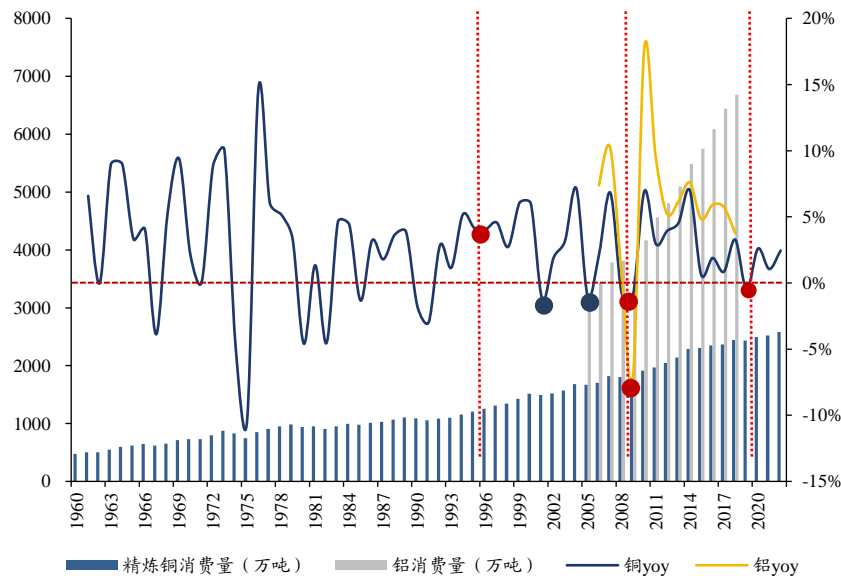
- 我们认为制造业或对工业金属需求有显著提升作用：
- 当前，伴随全球产业竞争格局不断调整，较为发达经济体加快传统产业升级，同时大量布局人工智能、数字化等先进制造领域，制造业重塑正当时。截至2022年，全球制造业增加值占GDP比重为16%，且近几年来较为稳定，伴随发展阶段不同，制造业占比分化显著，2022年美国/中国制造业增加值占GDP比例分别为10%和28%。
- 全球角度，制造业占GDP比例提高节点主要为1996、2008、2020年，对应工业金属需求来看，1996年以来，工业金属铜需求持续增长，需求拐点显著。

图：1947-2022年全球及主要国家制造业增加值占GDP比例 (%)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：1960-2022年全球工业金属需求变动及yoy

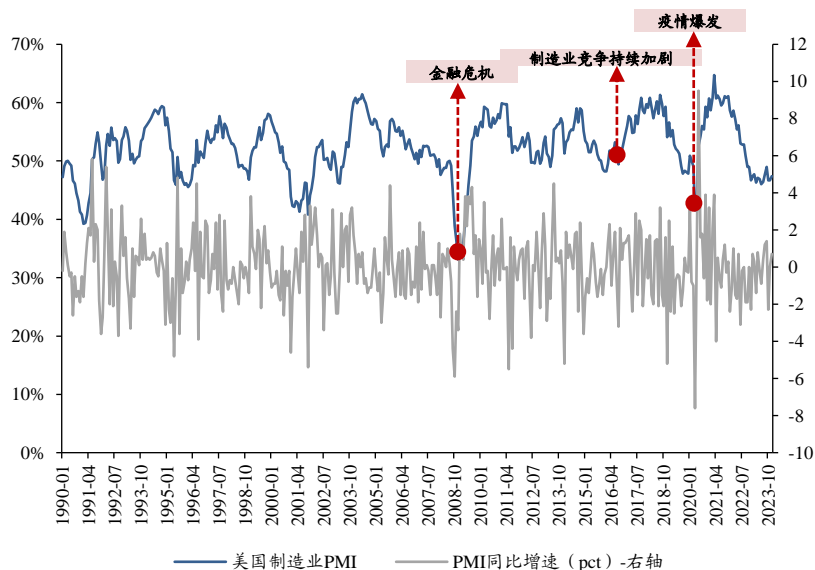


资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.2 金融危机推动美国制造业“三次”重塑

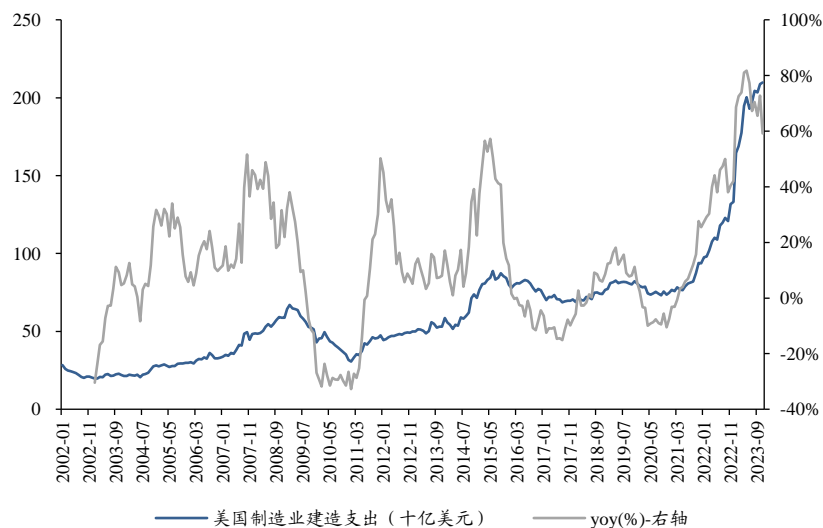
- 美国进入2023年以来受政策及政府补贴影响工业制造业投资额大幅提升，有望促使工业金属需求持续超预期。
- 美国制造业历经“三次”重塑：
  - 1) 2008年金融危机后，美国开启“再工业化”战略应对过度依赖金融和虚拟经济，重塑制造业。制造业PMI及铜价yoy均由负转正。
  - 2) 2017年以后，特朗普基于制造业国际竞争加剧且美国经济结构并未改善继续发展“再工业化”，制造业PMI维持高位。
  - 3) 2019年全球疫情爆发，21年疫情放开后，工业区域化转型，全球制造业产业链发展更为完善，竞争加剧导致PMI下滑，为避免制造业“空心化”，拜登签订了芯片法案并增加联邦补贴，2023年美国制造业厂房投资高增，2023年11月美国制造业建造支出2100亿美元，yoy+59%，处于近20年来投资高位，有望促使工业金属需求持续超预期。

图：1990年-2023年美国制造业PMI变动及同比增速



资料来源：ifind，东吴证券研究所

图：2002-2023年美国制造业建筑投资及yoy



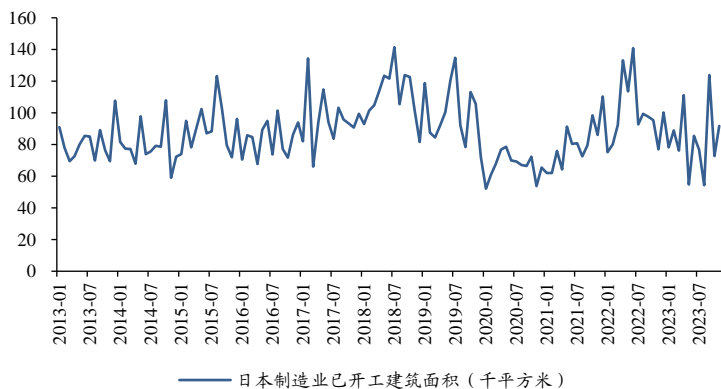
资料来源：美国人口普查局，东吴证券研究所



## 2.2 金融危机推动美国制造业“三次”重塑

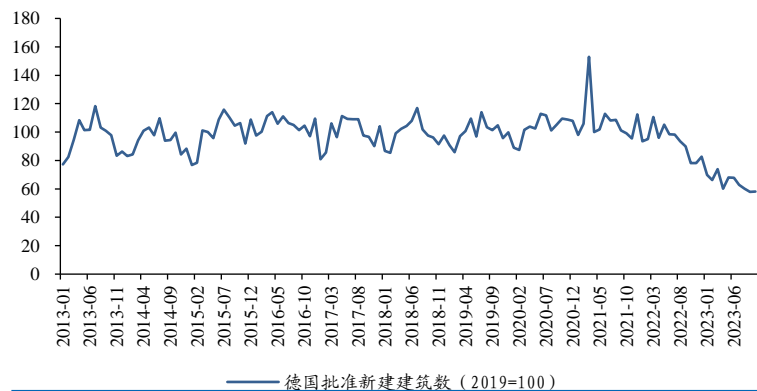
- 对比其他发达国家来看，近年来均未有类似美国制造业厂房建设如此大规模投入。财政部2023年6月发布的报告中拆分了美国制造业投资，主要上升来自电脑、电子和电气行业，对比日本、德国、澳洲及英国来看，近年来均未有如此大幅上升趋势。

图：日本制造业已开工建筑面积（千平方米）



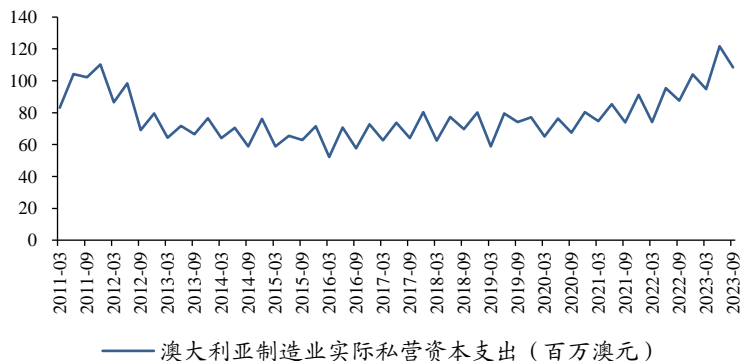
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：德国批准新建建筑数（2019=100）



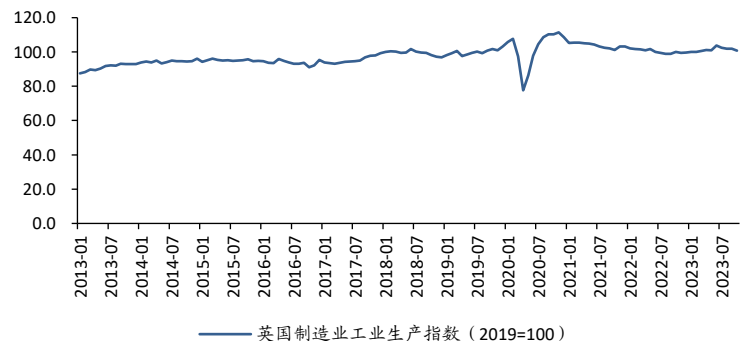
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：澳大利亚制造业实际私营资本支出（百万澳元）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：英国制造业工业生产指数（2019=100）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.2 美国制造业重塑由法案及财政支撑

- **美国制造业重塑由多个法案及财政支撑。**2011-2015年间美国出台的《先进制造伙伴（AMP）计划》、《振兴美国制造业与创新法案》、《清洁能源计划》等从细分领域规划了美国制造业的发展路径，美国制造业向高端制造、新能源等细分领域发展，2017年后的《减税与就业法》等法案推动美国经济复苏，优化产业结构，重振制造业。2022年拜登提出的《芯片和科学法案》明确提出为芯片半导体等产业拨款、抵税等政策，直接通过财政支撑国家制造业发展，我们判断2023年美国厂房建设增速较快一部分原因来自对芯片等产业投资支持。

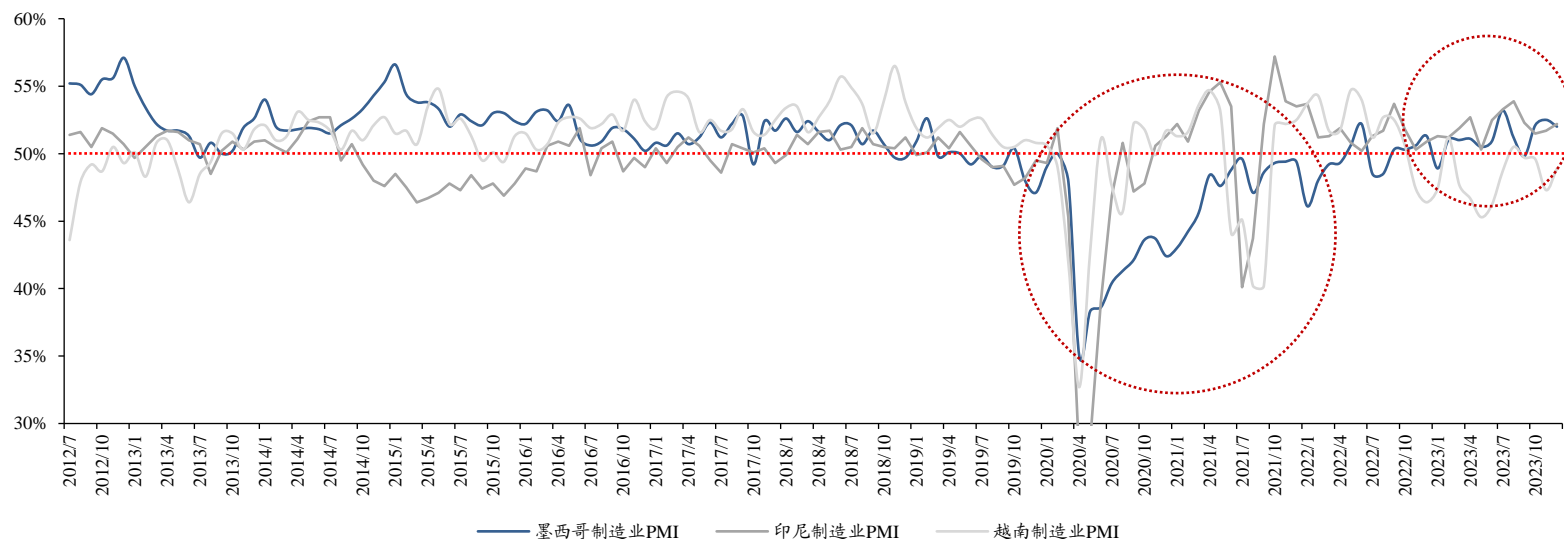
表：2011-2022年美国制造业重塑相关法案

公布时间	法案名称	法案内容
2011/6	《先进制造伙伴（AMP）计划》	投资 <b>5亿多美元</b> 聚合工业界、高校和联邦政府为可创造高品质制造业工作计划以及提高美国全球竞争力的新兴技术进行投资
2014/12	《振兴美国制造业与创新法案》	授权美国商务部部长在NIST框架下实施制造业创新网络计划，在全国范围内建立制造业创新中心，明确了制造业创新中心的重点关注领域：纳米技术、先进陶瓷、光子及光学器件、复合材料、生物基和先进材料、混合动力技术、微电子器件工具开发等。2014-2024财年，美国商务部和能源部资助金额分别不超过0.5亿美元和2.5亿美元
2015/8	《清洁能源计划》	2030年美国发电厂碳排放量将比2005年水平降低32%以上
2017/1	《美国国家能源计划》	能源自给自足，取消“气候行动计划”，开发本土页岩油气，支持并振兴清洁煤炭工业
2017/12	《减税与就业法》	对企业与家庭进行减税，鼓励企业带回留在海外的收入，阻止就业与企业外流。将企业税从35%下调至20%
2018/2	《重建美国基础设施立法大纲》	从地方政府和私营部门吸引的配套资金提高至1.5万亿美元，投资于乡村建设的联邦资金提高到 <b>500亿美元</b> ，明确用于变革性项目的资金为 <b>200亿美元</b>
2020/1	新版《美加墨贸易协定》	规定了75%的区内产值含量比例要求，这高于北美自贸协定62.5%的门槛。要求使用北美地区生产的钢铁和铝。协议规定40%-45%的汽车价值必须来自每小时工资超过16美元的高薪地区
2021/1	《美国救援计划》	<b>约4000亿美元</b> 将用于抗击新冠病毒，推进疫苗的生产 and 分发，以及重新开放学校； <b>约4400亿美元</b> 将用于援助美国社区和企业；剩下超过1万亿美元的资金将用于对美国家庭的直接救助，涵盖了补助金及增加失业保险等福利措施
2021/11	《基础设施投资和就业法案》	<b>新增5500亿美元基础设施建设拨款</b> ，新增支出将用于道路、桥梁、供水工程、宽带和电网等核心基础设施建设，在5年内用完
2022/7	《芯片和科学法案》	将为芯片和公共无线供应链创新拨款总额 <b>542亿美元</b> ，为半导体制造业的投资设立了25%的投资税收抵免，限制接受美方补贴和优惠政策的公司在中国投资，法案另授权拨款 <b>约2000亿美元</b> ，用于促进美国未来10年在人工智能、量子计算等各个领域的科研创新
2022/8	《通胀削减法案》	联邦政府将在应对气候变化和清洁能源领域投资 <b>约3700亿美元</b> ；在医疗保健领域投入 <b>约640亿美元</b> ，以降低处方药价格、强化医疗保障。法案包括对部分大企业征收15%最低税等内容，致力于在未来十年内创造近 <b>7400亿美元</b> 财政收入

## 2.3 大国竞争加剧，东南亚等地区制造业快速发展

- **墨西哥、印尼等国家受疫情影响更为严重，2022年以后制造业快速发展有望推动工业金属需求增加。**疫情前东南亚各国及墨西哥工业制造业稳健发展，2020-2021年受疫情影响制造业发展受损严重，但进入2022年及以后，墨西哥及印尼等国家恢复态势良好，尤其2023年已完全恢复至疫情前水平，有望推动工业金属需求增加。

图：2012-2023年墨西哥及东南亚国家制造业PMI数据



资料来源：ifind，东吴证券研究所

### 三、地缘政治风险及逆全球化背景下的大宗金属

# 3.1 地缘冲突事件频发将提高能源及基础金属价格

- 我们认为逆全球化背景下宏观一致性预期减弱，地缘政治风险频发引起的能源风险将是影响基础金属价格波动的最大诱因。
- 从成本端逻辑出发：
  - 大规模地缘政治冲突显著致使原油价格大幅波动，进而拉动所有类能源商品价格上涨：上世纪90年代以来，世界上较大规模的局部战争有海湾战争、科索沃战争、阿富汗战争、利比亚战争、叙利亚战争和2022年爆发的俄乌战争。能源资源的争夺和再分配，以及大国博弈下的局部地缘冲突在大宗市场上直接表现是原油价格大幅波动。尤以战前恐慌情绪，对原油价格的波动影响尤为明显。战争带来的能源冲击，不只是影响石油的价格增高，同时推动所有其他形式的能源价格提升。
  - 类能源大宗商品价格冲击下，有色金属成本压力上行：能源对所有商品至关重要，能源的价格提升会带动金属开采、冶炼和加工的成本上涨。铝的电力成本超过总成本的36%，镍铁的电力成本占总成本比重的23%，铜的能源成本占总成本比重的14%。从各金属能源成本占比来看，能源价格的上涨对大多数金属生产都是一种负担。

表：近代主要局部战争对原油资产价格影响

战争名称	战争时间	战争持续	战争类型	原油价格影响
俄乌战争	2022/2/21-至今	23个月	不对称战争	开启前，原油价格上涨
叙利亚内争	2011/3/15-至今	13年	代理人战争	开启前，原油价格上涨
利比亚战争	2011/2/16-2011/10/20	8个月	代理人战争	开启前，原油价格上涨
伊拉克战争	2003/3/20-2011/12/18	9年	不对称战争	战争酝酿期间，国际油价上涨
阿富汗战争	2001/10/7-2021/8/30	20年	不对称战争	世界局势动荡，战争初期原油下跌，而后持续上涨
科索沃战争	1999/3/24-1999/6/10	3个月	代理人战争	原油价格稳定上涨
海湾战争	1990/8/2-1991/2/28	7个月	不对称战争	显著影响油价上涨

数据来源：百度百科，东吴证券研究所

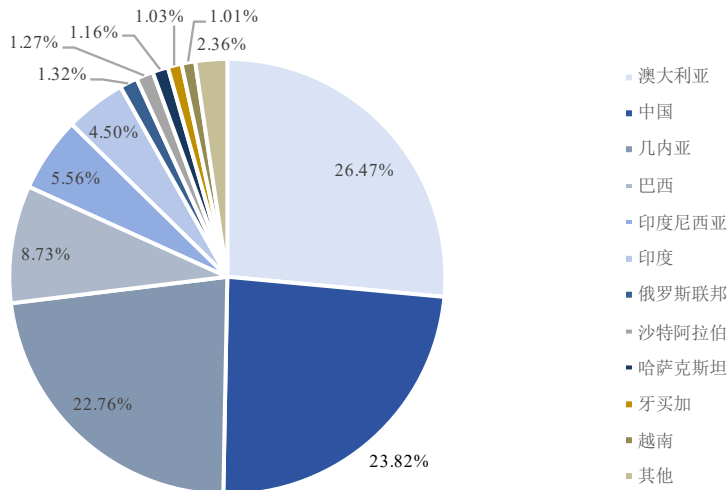
# 3.1 我国铝土矿对外依存度较高

- 我们认为逆全球化背景下宏观一致性预期减弱，地缘政治风险频发引起的能源风险将是影响基础金属价格波动的最大诱因。
- 逆全球化格局下，地缘政治风险有望长期存在，未来能源及基础金属价格演绎有望走出全新格局。

## ➤ 从对外依存度角度：

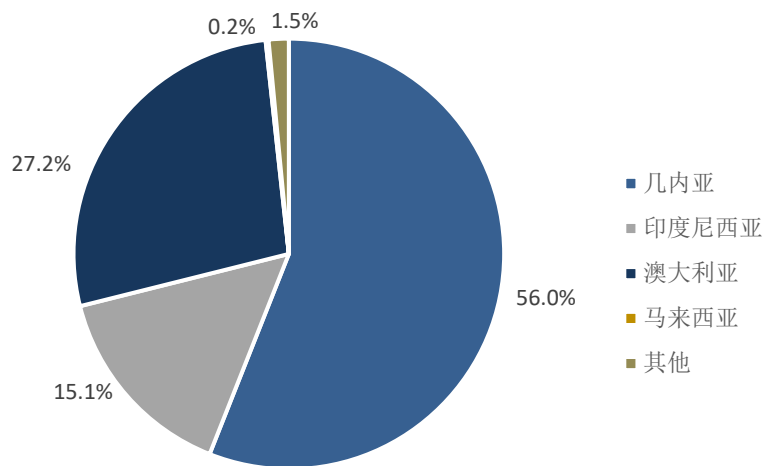
- **2022年中国铝土矿储量占全球2.27%，而产量占全球23.82%**。2022年我国铝土矿资源储量为7.1亿吨，占全球储量占比2.27%，排名第七，其在中国主要分布于广西、贵州、河南和山西；而同年我国铝土矿产量为9000万吨，占全球铝土矿产量的23.82%，仅次于澳大利亚。极高的产量占比表明中国正以透支的方式加速开采，按照现有储量估计，假设矿山回采率达到90%，则我国铝土矿静态开采保障年限不足8年。
- **我国铝土矿高度依赖进口，几内亚是最大的进口来源国**。2016至2022年，我国铝土矿进口呈现逐年提高态势。2021年由于海运运费大幅上涨，一定程度上抑制了我国铝土矿的进口，2022年开始逐步恢复高增，截至23年7月，我国铝土矿进口8498万吨，同比增长12.17%；2022年我国铝土矿进口最多的三个国家分别为几内亚、澳大利亚以及印度尼西亚，共占我国进口铝土矿数量的98.3%。

图表：2022年全球铝土矿产量分布格局



资料来源：智研咨询，东吴证券研究所

图表：2022年中国铝土矿进口来源

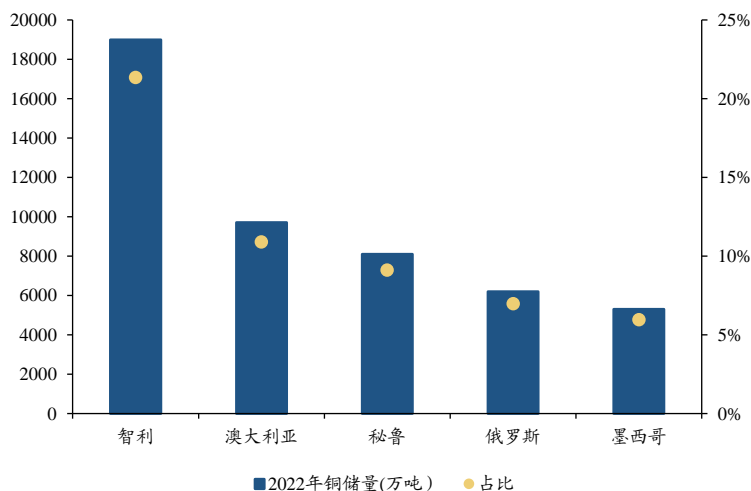


资料来源：Wind，东吴证券研究所

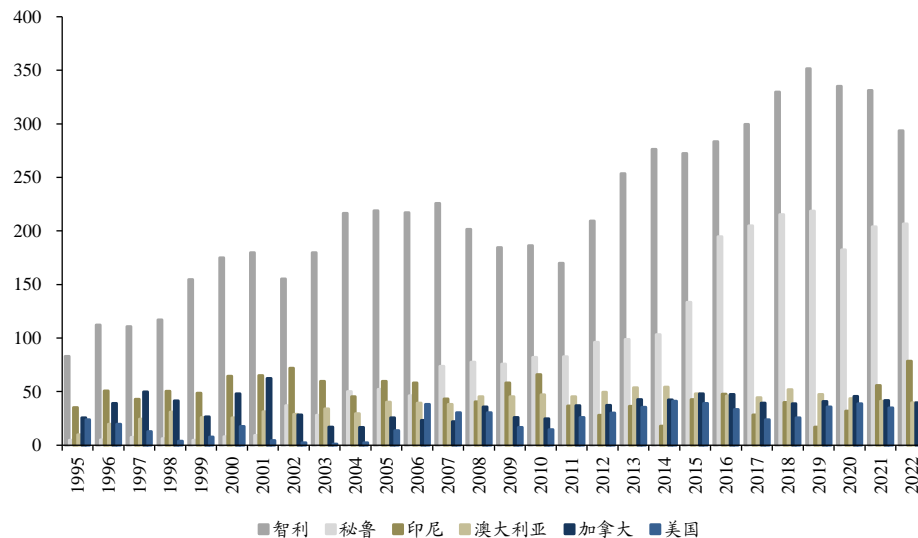
# 3.1 我国铜矿对外依存度较高

- 我国铜资源对外依存度为80-90%，主要国家集中在智利、秘鲁、澳洲等地。2022年铜矿资源前五大储量国合计占比全球储量54%，其中智利占比全球储量超20%。根据USGS 2022年最新数据显示，全球铜储量约为8.9亿吨，主要分布在拉丁美洲、北美、中非三个区域。其中CR3智利、澳大利亚、秘鲁的铜储量分别为1.9亿吨、9700万吨和8100万吨，合计约占总储量的41%，智利高达21%。
- 铜精矿出口国家中智利、秘鲁出口占全球总量近一半。2022年智利、秘鲁两国铜精矿的合计出口总量超过500万吨，占全球铜精矿出口总量的48%，而中国则以进口铜精矿为主，2022年进口铜精矿633万吨，占全球铜精矿进口总量65%以上。

图：2022年全球前五大铜储量国储量及占全球储量比例



图：1995-2022年主要国家出口铜精矿量 (万吨)



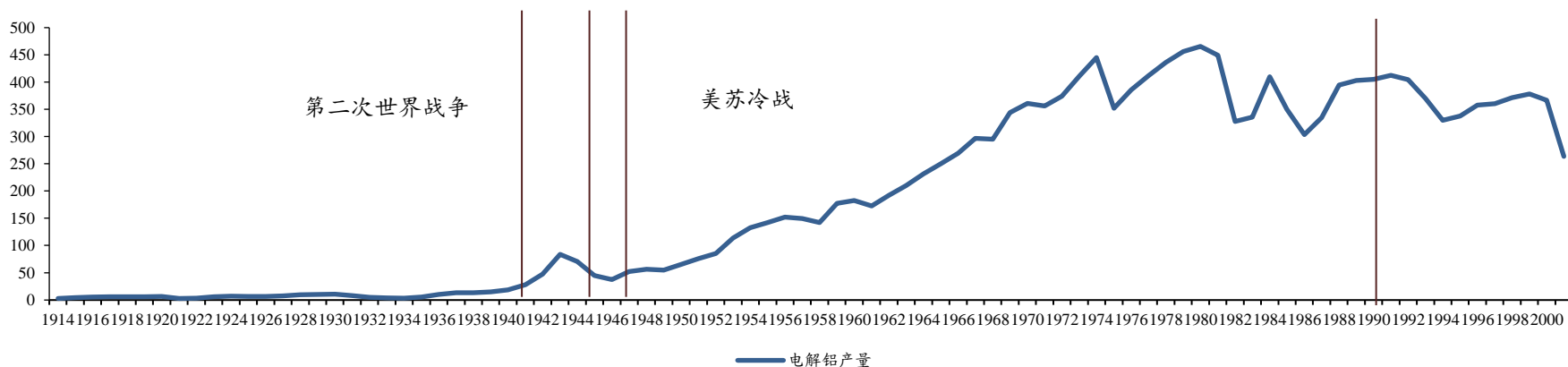
资料来源：USGS，东吴证券研究所

资料来源：USGS，东吴证券研究所

# 3.1 地缘政治风险及逆全球化背景下的大宗金属

- 我们认为逆全球化背景下宏观一致性预期减弱，地缘政治风险频发引起的能源风险将是影响基础金属价格波动的最大诱因。
- 逆全球化格局下，地缘政治风险有望长期存在，未来能源及基础金属价格演绎有望走出全新格局。
- 从成本端逻辑出发：大国参与的地缘政治风险在走向长期化的过程中有望永久性的推高能源价格
- 俄罗斯在全球能源出口端占据重要位置，俄乌地缘政治争端严重影响能源类大宗商品价格，推动有色金属价格增长。俄罗斯是世界主要原油生产国和出口国，也是全球最大的天然气出口国。2021年俄罗斯原油产量5.34亿吨，占全球原油产量12%，而天然气储量占欧洲天然气进口的四成以上。此次俄乌战争前期，俄罗斯能源对外出口终端，全球对能源供应保持紧张情绪，类能源产品价格快速上涨推动基础金属价格跟随上涨。逆全球化格局下，俄乌冲突向走向长期发展趋势，全球能源价格面临“达摩克里斯之剑”。
- 从需求端逻辑出发：不稳定的地缘冲突事件频发有望提高各国对于战争物资的储备需求
- 地缘政治的长期冲突有望带动基础金属储备需求增加。由于铜铝等有色金属属于战略性金属材料，地缘战争爆发前期备战阶段必将引起金属材料的市场需求提升。其中铝作为轻金属是战斗机、导弹制造的重要材料，在航空工业材料方面占据第一位；铜是制造子弹、潜艇和航空母舰的巨型螺旋桨的重要材料。

图：1914年-2000年美国电解铝产量变化（万吨）



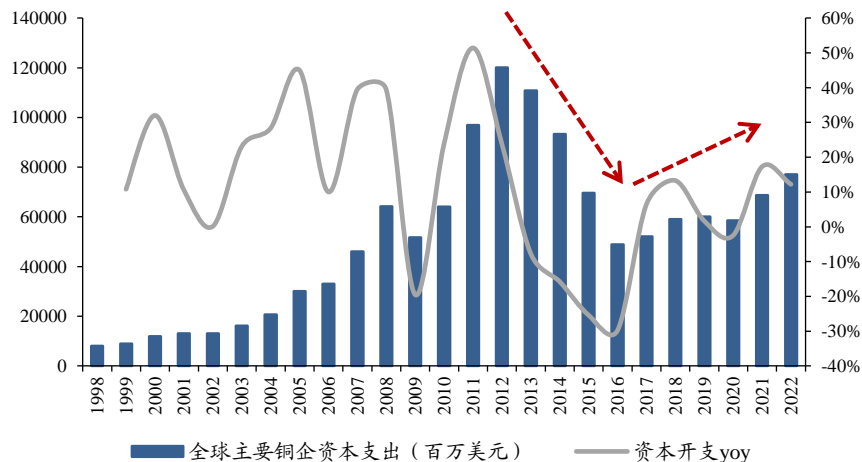


## 四、历史投资不足，未来供给增速放缓，库存处于历史低位

## 4.1.1铜：历史投资不足，未来供给增速放缓

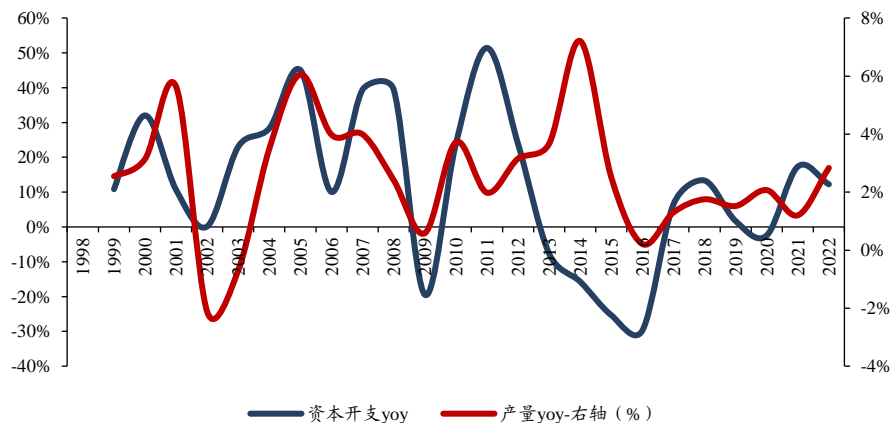
- **铜企资本开支2012年达到峰值，2013-2016年大幅减少，近年来缓慢提升，后续新增供应预计增速放缓，供需矛盾持续激化。**全球主要铜企资本开支自1998年逐渐上升，在2012年到达顶峰，随后2012-2016年由于铜价下跌削弱资本开支意愿，大幅跌落。铜矿开发周期约5-6年，铜企资本支出从16年开始增速缓慢，预计未来几年铜产量增量或处于平稳增长状态，供给偏紧。同时，铜企产量同比增速自2014年达峰值后，剧烈下滑后缓慢上升，预计未来铜供给增速放缓。

图：全球主要铜企资本开支及yoy



资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图：全球主要铜企资本开支及产量yoy

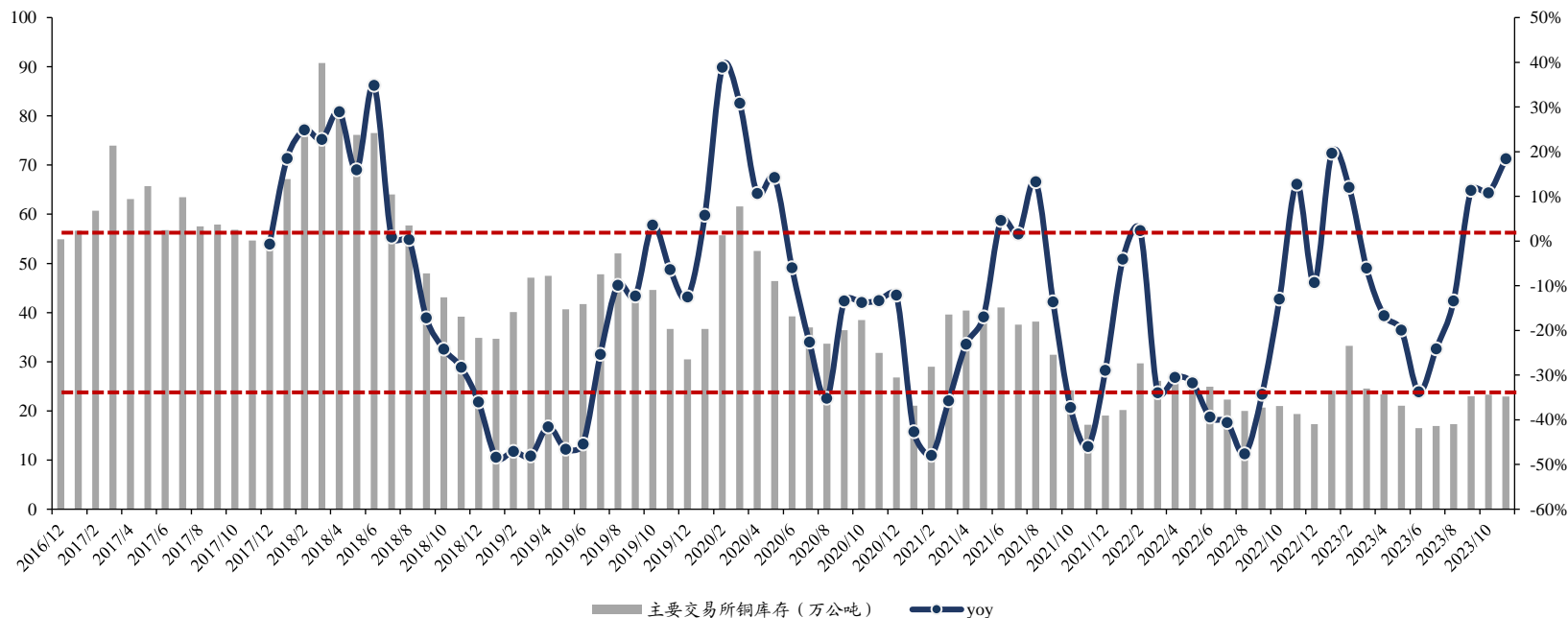


资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

## 4.1.2铜：库存处于历史低位，价格弹性更敏感

- **2023年全球主要交易所铜库存位于历史7年低位水平，预计后续铜价更为敏感。**根据Bloomberg统计，自2016年起，主要交易所铜库存不断震荡下行，2021年后跌至历史50分位以下，2023年9月开始统计库存同比增速转正，铜库存有所回升，但仍处于较低位置，截至2023年11月主要交易所库存为23万公吨，yoy+18%，预计Q4需求有所减弱，然而在目前库存绝对值低分位下，铜价或受波动影响更为显著。

图：2016-2023年主要交易所铜库存（公吨）及同比增速



资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

## 4.2.1 铝：国内电解铝供给三大瓶颈—产能约束与流通减少

- **双碳背景叠加供给侧改革，电解铝产能逼近天花板。**截至2023年12月31日，中国电解铝建成产能4734.90万吨，开工4207.80万吨，总产能逼近工信提案〔2018〕75号文件中提及的4500万吨上限。我们预计2024至2025年，我国电解铝产能年化增量在1.5%-2%之间，总供给量未来增幅有限。根据百川盈孚，预计2024年年内可新投产125万吨电解铝产能，待复产产能154.5万吨。
- **铝水比例受政策驱动及市场效率鞭策不断提高。**近些年铝冶炼厂为了提升生产效率，减少能源和原材料损耗，根据《工业领域碳达峰实施方案》与《有色金属行业碳达峰实施方案》的政策指导，明确要求到2025年，铝水直接合金化比例提高到90%以上。据Mysteel调研，截至2023年9月，山东、重庆的铝水直接合金化比例已超90%。
- **铝水比例不断提高而导致的可流通原铝铝锭以及交易所仓单大幅减少。**1) 铝水比例的提高直接导致原铝铝锭的数量减少，其对于贸易环节的需求而言，主要可以分为周转、囤货，及融资需求，周转及囤货需求满足了下游加工企业对未来订单需求的把控；而铝锭作为大宗商品具备一定的保值属性，其可被铝企用作抵押品以满足企业的融资需求。铝锭数量的减少使得其在贸易环节的流动性大幅下降，市场存在一定时间内供给不足的风险。

表：2024年中国电解铝可新投产产能明细（万吨）

企业	新产能	新产能已投产	待开工新产能	始投产时间
贵州省六盘水双元铝业有限公司	10	0	10	2024年三季度
内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司扎哈淖尔分公司	35			2024年末
内蒙古华云新材料有限公司	42	0	42	2024/3
中国铝业股份有限公司青海分公司	10			2024年末
新疆农六师铝业有限公司准东项目	55	0	20	2024年三季度
云南宏泰新型材料有限公司	53	0	53	2024年二季度
云南宏合新型材料有限公司	93	0		待定
新产能待投产总计（万吨）	298		125	
全年待复产产能（万吨）			154.5	

## 4.2.2铝：国内电解铝供给三大瓶颈—季节性限产波动

- **我国电解铝产能向绿电省转移，云南省远期电解铝产能占全国比重近五分之一。**随着双碳目标的提出，多地省份提出限制新增高能耗电解铝产能的政策要求，电解铝产能从山东、河南等以煤电为主的省份向云南、广西等以绿电为主的省份转移。云南省的电解铝产能从2017年的158.5万吨增加到2023年的638万吨，增幅高达303%，而等分布在文山、红河等地的水电铝加工一体化重点产业园区项目全部建成后，全省产能将达800多万吨，接近全国电解铝产能的五分之一。
- **云南水力发电呈现较强的季节性干扰，枯水期限电或成为常态。**受季节性降雨量差异影响，云南存在明显的丰水期和枯水期现象（每年的10月至次年4月为枯水期，其余为丰水期），每年的7-10月为全年的水电发电量占比高点，历史平均可达85%-90%；而每年的1-4月为全年水电发电量占比低点，历史平均值仅为60%-70%。2022年9月至2023年3月，因西南地区枯水期限电政策，该阶段西南地区共计减产328.7万吨，占彼时全国电解铝运行产能的8.1%。

表：2022下半年及2023上半年云南电解铝减产明细表

### 2022年下半年云南电解铝减产明细表（万吨）

省份	企业	总产能	原运行产能	减产后运行产能	已减产	减产时间
云南	云铝集团	310	308	227	81	2022年9月
云南	云南神火铝业有限公司	90	90	72	18	2022年9月
云南	云南宏泰新型材料有限公司	165	95	77	18	2022年9月
云南	云南其亚金属有限公司	35	35	28	7	2022年9月
减产比例（2022/9-2022/12）					23.48%	

### 2023年上半年云南电解铝减产明细表（万吨）

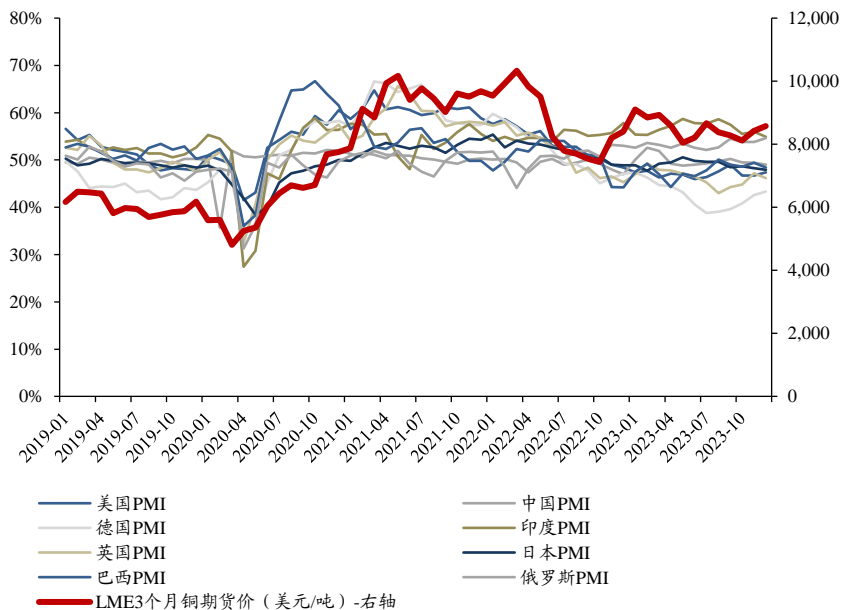
省份	企业	总产能	原运行产能	减产后运行产能	已减产	减产时间
云南	云铝集团	310	227	184.8	42.2	2023年2月
云南	云南神火铝业有限公司	64	72	54	18	2023年2月
云南	云南其亚金属有限公司	25	28	21	7	2023年2月
减产比例（2022/9-2023/3）					36.21%	

## 五、主要经济体经济疲软，工业金属价格依旧保持高位

## 5.1.1 铜：主要经济体经济疲软，铜价依旧保持高位

- 主要经济体经济相对疲软情况下铜价维持高位，盈利较好，预计后续需求若有改善必然带来价格弹性高增。2019年新冠疫情爆发以来，主要经济体制造业PMI增速明显下降，2023年主要经济体仍显疲弱，但铜价较为稳定，维持8500美元/吨左右。盈利角度，由于能源、人工、固定成本增加，近年来TC/RC成本小幅增长，但2023年进入Q4以来，中国TC及RC有显著下降趋势，铜矿端仍能维持较高利润空间。

图：2010-2023年主要经济体制造业PMI (%) 及铜价 (美元/吨)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：2018-2024年铜价、粗炼费用、精炼费用成本

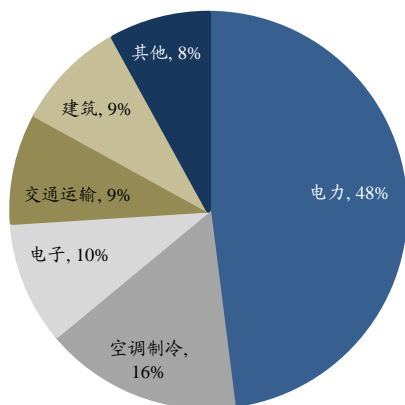


资料来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

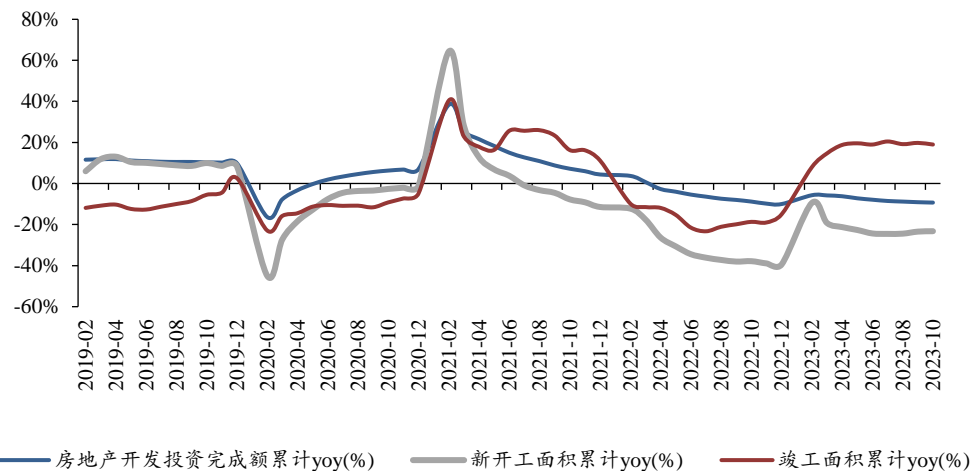
## 5.1.2 铜：2024年竣工下降影响对铜需求影响有限

- 2023年由于铜主要应用在地产偏下游竣工端，保交楼有一定支撑，但我们预计2024年往后房地产或承压运行。1-10月房地产开发投资累计yoy-9%，新开工面积累计yoy-23%，竣工面积累计yoy+19%。目前地产政策频出，但消费者信心动力不足，政策传导不畅，导致开发投资及新开工表现不佳，我们预计传导至竣工端明年地产用铜或有下降趋势。
- 但2020年地产用铜需求占比仅10%左右，我们预计2024年竣工下降对铜影响有限。我们预计2024年竣工端面积下降8%左右，测算2024年地产用铜为137万吨，占总需求8%左右，较2023年下降约12万吨，对整体2500吨左右需求端影响有限。

图：2020年中国铜需求占比（%）



图：2019-2023年地产开发投资、新开工面积、竣工面积累计同比（%）



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

资料来源：Wind，东吴证券研究所



## 5.2.1 铝：2024年电解铝维持紧平衡支撑铝价运行

- **“双碳”助力新能源行业具备持续高增的潜力，铝行业需求变革正当时。**我们认为站在当下的时点，房地产行业受整体经济周期影响无法独善其身，而“碳中和”的宏大长远目标给予新能源行业清晰的成长路径，我们测算2023年“光伏+新能源汽车”对铝需求体量占整体比重达到16.8%，预计2024年该需求比重将达到20.3%，在新需求的不断增长下，我们判断未来铝的周期性波动将会逐渐平滑。
- **展望2024年，我们认为我国电解铝行业将持续维持紧平衡，总供给较2023年略有提升。**我们认为虽然原铝的国内产量增速低于需求的增速，然随着以欧洲为主的海外需求存在衰退的可能性，我们判断伦铝价格在2024年的表现将弱于沪铝，国内原铝净进口量有望回升。

表：电力行业用铝测算

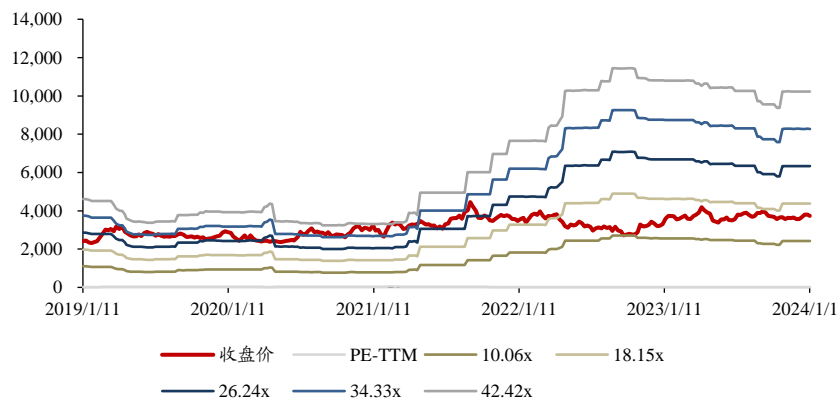
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
建筑行业（万吨）	1094.0	919.7	1032.4	1000.1	907.9
交运行业（万吨）	885.7	944.1	976.5	1010.5	1080.5
电力行业（万吨）	549.8	681.4	874.9	964.2	1038.7
包装行业（万吨）	316.37	356.6	381.2	388.82	396.60
机械制造行业（万吨）	212.3	213.5	217	224	230
耐用品行业（万吨）	289	295	350	307.0	313.0
电子通信行业（万吨）	170	162	157	158.0	161.0
其他（万吨）	251	226	215	221	223
总计（万吨）	3772.3	3798.3	4204.0	4273.2	4350.8
YOY		0.7%	10.7%	1.6%	1.8%
原铝产量（万吨）	3,850.32	4,014.43	4,160.00	4,230.00	4,293.45
YOY		4.3%	3.6%	1.7%	1.5%
原铝净进口量（万吨）	157.27	47.20	87.00	130.00	130.00
平衡（万吨）	235.27	263.35	42.96	86.81	72.62

## 六、行业个股投资策略

# 6.1.1铜：当前板块估值处于历史25分位以下

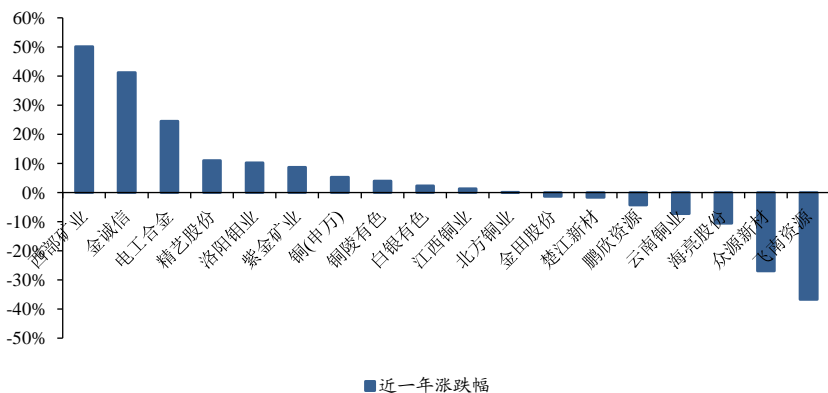
- 行业整体市盈率震荡下行，当前板块估值处于历史25分位以下水平。目前铜（申万）板块截至2024.1.11日板块PE-ttm为15.5，处于近5年来25分位值以下水平，较为低估。
- 股价角度，铜（申万）板块近一年(2023.1.11-2024.1.11)涨跌幅5%左右。其中涨幅前三为西部矿业、金诚信及电工合金，分别涨幅50%、41%及25%。

图：铜(申万)板块近5年(2019.1.11-2024.1.11)PE-BAND



资料来源：wind，东吴证券研究所

图：铜板块主要标的2023.1.11-2024.1.11涨跌幅（%）



资料来源：wind，东吴证券研究所

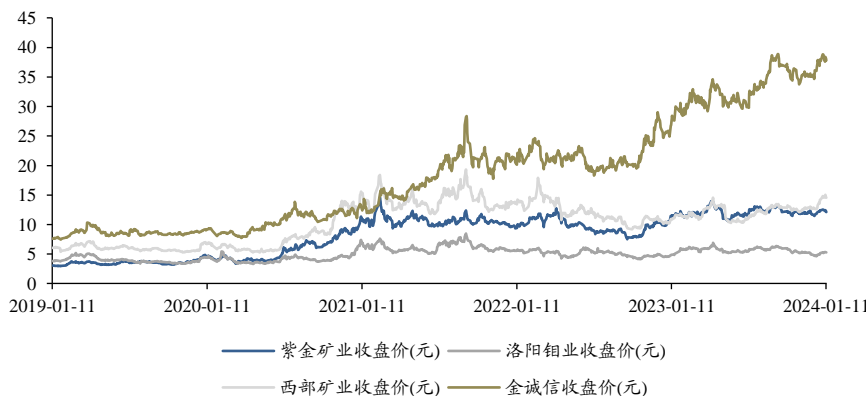
备注：日期均截至2024.1.11。

图：铜(申万)板块近5年(2019.1.11-2024.1.11)指数点位与PE-TTM



资料来源：wind，东吴证券研究所

图：重点标的2019-2023股价图（元）



资料来源：wind，东吴证券研究所

# 6.1.1铜：当前板块估值处于历史25分位以下

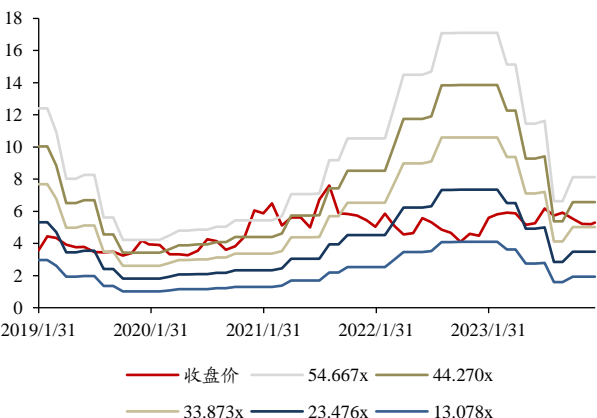
- 我们建议关注具有显著铜增量的洛阳钼业、矿服+资源优质个股金诚信以及高股息西部矿业标的。
- 截至2024.1.11日，洛钼收盘价处于历史5年PE-band50分位左右，金诚信处于50-75分位，西部矿业接近历史3年中的25分位，均有较高投资价值。
- 根据Wind一致预期，2024年洛阳钼业、金诚信及西部矿业归母净利润yoy分别为38%、72%及19%，对应PE分别为11、13及9倍，我们认为增量可期。

表：重点个股市值、股价、归母净利及产量增幅

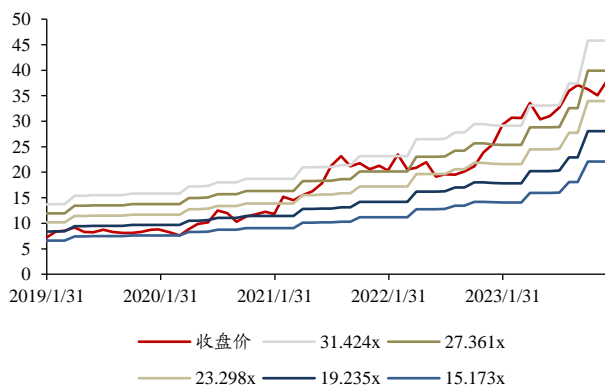
股票代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			归母净利润yoy		PE	产量增幅		
				2023E	2024E	2025E	2024E	2025E				
603993.SH	洛阳钼业	1,143	5.3	77.2	106.6	119.2	38%	12%	14.8	10.7	9.6	1) 2024年KFM铜产量预计增加5-10%; 2) TFM铜产量预计增幅近30%。
603979.SH	金诚信	228	37.8	10.1	17.4	21.7	72%	25%	22.6	13.1	10.5	1) D矿2024年预计铜产量增加10-15%; 2) L矿2024年爬坡, 25年达产预计4万吨铜产量。 3) 磷矿2024年产量预计增幅100%。
601168.SH	西部矿业	346	14.5	31.5	37.5	41.3	19%	10%	11.0	9.2	8.4	4) 哥伦比亚铜矿预计2024年完成环评, 2025年开始建设, 预计26年投产。 1) 2024年预计增加2w吨铜产量, 增幅14%。若维持历史平均分红50%, 对应1月10日总市值股息率为4.4%。(有色板块平均分红率2%) 2) 2024年有望办理玉龙采矿证, 如若增加增幅50%。

资料来源：wind, 东吴证券研究所  
备注：归母净利润预测均来自于Wind一致预期，截至2024.1.11

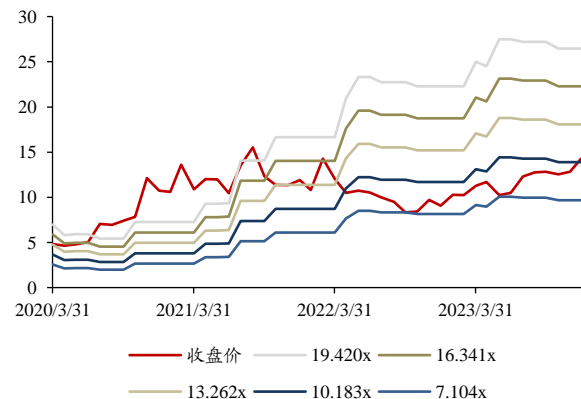
图：洛阳钼业近5年PE-band



图：金诚信近5年PE-band



图：西部矿业近3年PE-band



资料来源：wind, 东吴证券研究所

资料来源：wind, 东吴证券研究所

资料来源：wind, 东吴证券研究所

## 6.1.2铜：板块盈利较为稳定

- 板块整体近年盈利水平相对稳定，ROE紫金矿业、西部矿业表现较好。铜板块ROE演绎周期变化，以紫金为例，2004-2012年为收益最高时期，2013-2020板块表现较为平淡，2021-2022年为资源周期牛市，2023前三季度盈利略有收窄，目前处于历史低位水平。

图：1998-2023年个股ROE（摊薄）（%）

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 Q1-Q3	
紫金矿业								32	56	58	25	21	25	25	20	8	8	6	7	11	12	11	12	24	25	17	
洛阳钼业												5	9	11	10	10	14	5	6	10	12	5	6	13	13	5	
江西铜业	0	1	3	7	4	10	20	24	44	27	11	11	18	18	13	8	6	1	2	3	5	5	4	9	8	6	
铜陵有色	13		12	6	7	8	12	15	15	16	12	11	14	16	9	5	2	-5	1	3	4	5	5	15	11	8	
西部矿业							37	40	71	29	6	6	9	7	0	3	3	0	1	2	-19	11	9	24	23	14	
金诚信														27	31	28	17	8	5	5	7	7	8	9	11	11	
云南铜业	13		11	5	3	5	12	21	40	14	-54	10	11	10	0	-24	1	0	4	4	2	8	5	7	18	11	
海亮股份							31	23	33	28	14	12	15	14	9	10	15	13	14	14	15	13	7	10	10	7	
五矿资源																											
中国有色矿业																											
白银有色													7	5	3	1	1	2	2	0	0	1	1	0	0	0	
中国黄金国际																											
博威合金										22	16	53	42	8	6	4	4	4	7	9	10	12	10	6	9	12	
北方铜业	11	11	8	5	3	3	1	1	2	2	1	-62	-95	17	34	-32	9	-85	13			-11	21	24	14	11	
金田股份																3	5	6	9	12	10	11	9	10	6	5	
楚江新材							62	39	40	21	-7	7	13	3	-9	2	5	6	11	11	12	9	5	10	2	6	
铜冠铜箔																					31	15	6	4	19	5	0
诺德股份	12		14	12	9	7	8	6	8	9	3	0	2	-3	0	0	-14	8	1	10	5	-6	0	11	6	1	
嘉元科技																-1	5	7	25	21	29	22	7	18	12	0	
斯瑞新材																					13	6	10	12	11	9	7
鹏欣资源			21	19	18	6	6	-9	1	2	-19	-87	11	5	6	7	5	1	1	6	4	5	7	1	-11	-1	
电工合金																32	28	20	16	12	9	16	13	12	12	11	
鑫科材料			19	6	1	3	3		9	12	1	2	5	3	1	-4	1	1	6	4	-45	-69	6	5	7	-3	
众源新材																7	15	22	22	16	11	10	7	14	13	7	
有研粉材																				13	15	11	19	8	5	3	
精艺股份							47	64	45	33	19	14	8	3	1	0	-7	1	1	5	4	4	4	5	2	2	
昆工科技															5	7	5	9	9	3	14	20	14	13	13	3	

## 6.1.2铜：板块盈利较为稳定

- 板块整体近年盈利水平相对稳定，毛利率角度金诚信、中国黄金国际、斯瑞新材表现较好。铜板块毛利率水平与个股 $\alpha$ 关系较大，2023前三季度行业平均毛利率在10%左右，其中金诚信、中国黄金国际、斯瑞新材表现较好。

图：1996-2023年个股毛利率（%）

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 Q1- Q3	
紫金矿业			45	44	49	54	55	49	37	37	37	33	34	30	24	17	12	7	12	14	13	11	12	15	16	15	
洛阳钼业							64	77	68	61	49	27	36	32	26	29	39	34	33	37	38	4	7	9	9	7	
江西铜业			15	22	19	20	18	24	28		14	12	10	11	8	5	4	3	2	3	4	3	4	3	4	3	3
铜陵有色										7	6	6	5	5	4	3	3	2	3	5	5	4	4	5	6	7	
西部矿业										36	12	10	12	10	6	5	6	5	6	9	11	11	13	20	18	17	
金诚信														26	28	28	25	23	26	27	25	27	28	26	26	29	
云南铜业										7	2	13	8	11	7	1	4	3	3	3	7	7	6	4	5	4	
海亮股份										5	5	9	6	4	5	5	7	6	7	6	5	7	3	4	4	3	
五矿资源			16	5	12	12	13	9	11	9	4	4	26	42	31	27	30	14	24	40	33	27	27	50	33		
中国有色矿业												13	16	15	18	16	16	11	15	23	24	23	24	27	20		
白银有色														7	5	4	3	3	3	4	5	4	4	4	5	3	
中国黄金国际											30	31	48	39	38	34	36	18	17	28	19	10	24	36	36	21	
博威合金										11	8	12	11	10	10	11	11	11	13	14	14	16	17	12	13	14	
北方铜业										20	21	13	20	23	17	21	20	20	24	18	23	20	20	17	11	14	
金田股份																3	2	2	3	4	3	4	4	3	2	2	
楚江新材										6	2	4	5	3	1	4	4	4	6	5	7	7	7	6	4	3	
铜冠铜箔																					16	11	8	15	10	2	
诺德股份										34	28	19	19	18	16	11	9	12	25	29	26	25	20	24	20	10	
嘉元科技																12	13	17	27	27	27	34	24	30	20	6	
斯瑞新材																				20	21	21	22	19	18	20	
鹏欣资源										26	16	-1	4	6	29	22	20	17	15	10	4	4	4	7	6	6	
电工合金																11	11	16	15	12	11	14	14	12	12	12	
鑫科材料										5	2	5	5	4	3	3	3	5	8	9	8	0	10	12	10	7	
众源新材																7	7	9	9	7	6	6	4	4	4	4	
有研粉材																				11	10	11	10	8	7	8	
精艺股份										8	8	10	8	6	5	4	3	3	3	4	4	3	3	2	2	2	
昆工科技																21	20	20	15	14	11	18	19	16	12	14	14

## 6.1.2铜：板块盈利较为稳定

- 板块整体近年盈利水平相对稳定，销售净利率角度金诚信、西部矿业、紫金矿业表现较好。铜板块销售净利率角度来看，与毛利率基本情况保持一致，其中金诚信、西部矿业、紫金矿业表现较好。

图：1996-2023年个股销售净利率（%）

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 Q3
紫金矿业			16	17	23	31	30	29	22	24	24	20	21	18	13	6	5	2	2	3	4	4	5	9	9	9
洛阳钼业							24	50	45	42	33	18	23	19	19	21	29	18	15	15	20	3	2	3	4	2
江西铜业			3	10	5	9	10	14	19	10	4	5	7	6	3	2	1	0	0	1	1	1	1	1	1	1
铜陵有色										3	2	2	2	2	1	1	0	-1	0	1	1	1	1	3	3	3
西部矿业										21	5	4	6	4	-1	2	1	0	0	1	-6	4	5	12	13	10
金诚信													12	15	15	10	8	7	8	9	9	9	10	11	14	
云南铜业										3	-11	3	2	2	0	-3	0	0	0	1	1	2	1	1	2	2
海亮股份										3	2	3	3	2	2	2	4	4	3	2	2	3	2	2	2	1
五矿资源			-16	-71	3	8	19	6	7	8	0	3	12	26	9	5	4	-54	-4	8	4	-6	0	22	7	
中国有色矿业												14	8	8	11	7	12	-26	3	13	12	11	8	13	9	
白银有色													3	2	1	1	0	1	1	0	0	0	0	1	1	1
中国黄金国际											51	-10	20	26	22	19	15	-2	-4	16	-1	-5	13	24	20	-1
博威合金										5	3	8	6	6	5	3	2	2	5	5	6	6	6	3	4	6
北方铜业										3	3	-29	-18	4	6	-5	2	-10	1	-23	15	-4	8	9	6	8
金田股份															0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0
楚江新材										3	-2	2	3	1	-2	0	1	1	2	3	3	3	1	2	0	1
铜冠铜箔																					9	4	3	9	7	0
诺德股份										17	9	3	3	-5	0	0	-15	6	2	9	5	-5	1	9	8	1
嘉元科技																-1	3	6	15	15	15	23	16	20	11	1
斯瑞新材																				9	4	5	8	6	8	8
鹏欣资源										1	-33	-126	2	1	22	11	9	2	5	5	1	2	5	1	-9	-3
电工合金															3	4	5	5	5	5	5	7	7	5	5	6
鑫科材料										2	0	1	1	1	0	-1	1	1	4	4	-24	-34	4	2	4	-2
众源新材																1	2	3	3	3	3	3	2	2	2	2
有研新材																				3	4	4	8	3	2	2
精艺股份										3	3	5	3	1	0	0	-2	0	0	1	1	1	1	1	1	1
昆工科技															5	5	4	9	8	5	7	10	8	6	8	3

## 6.2.1 铝：行业估值处于安全区间，高股息具备性价比

- **铝行业指数估值处于低位，当下权益市场相较商品市场更具性价比。**回顾2023年，国内电解铝行业平均利润已于2023Q1中下旬开始上行，然而受制于宏观市场风险偏好影响，铝行业整体估值跟随A股大盘经历了大幅回调，截至2024年1月11日，A股铝板块（申万）PE-ttm估值为13.73倍，处于自2020年以来32.5%的历史分位水平，估值处于较为安全状态。展望2024年，我们认为随着宏观环境的整体改善以及国内经济复苏的进一步明朗，若需求拐点提前到来，则A股铝板块PE估值具备向上弹性，当下权益市场相较商品市场更具性价比。
- **宏观环境面临需求下行的困境及无风险利率下行的高概率情境下，具备低估值高股息率的标的具备性价比。**我们认为当下的宏观环境面临需求下行的困境及无风险利率下行的高概率情景下，对于具备高分红且中长期基本面稳定的公司，长期持股思路与投资固定收益资产相近，在无风险利率下行阶段，高股息资产更为受益。建议关注：1) 汽车板航空板等高附加值产品占比快速提高，2023年分红率提升至40%且公司承诺未来三年回购注销金额不低于3亿元人民币的南山铝业。2023年股息率预计为4.48%；2) 电解铝产能位于新疆、云南两大电力位于成本曲线左侧，且公司煤炭产能稳步扩张的神火股份，2023年股息率预计为4.32%；3) 截至2022年底拥有电解铝产能646万吨且自备电比例较高的中国宏桥，2023年股息率预计为8.79%。

表：主要电解铝上市企业估值及股息率情况（截至2024年1月11日）

证券简称	市值 (亿元)	2022归母净利润 (亿元)	PE-2022	2023E归母净利润 (亿元)	PE-2023E	电解铝产能 (万吨)	权益产能(万 吨)	权益产能/市值 (万吨/亿元)	2023E 股息率预测
中国铝业	855	42	20.4	71	12.1	751	426	0.50	1.22%
云铝股份	396	46	8.7	40	9.9	305	258	0.65	1.32%
天山铝业	272	27	10.3	26	10.5	120	120	0.44	3.33%
南山铝业	345	35	9.8	37	9.3	48	48	0.14	4.32%
神火股份	383	76	5.1	58	6.6	170	119	0.31	4.48%
中孚实业	136	10	13.0	12	11.8	75	50	0.37	/
中国宏桥	555	87	6.4	100	5.6	646	617	1.11	8.79%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：2023年预测归母净利润除云铝股份外均来源于wind一致预期。

备注：上述公司电解铝产能及权益产能均截至2023年12月31日。



## 6.2.2铝：铝价从中长期维度易涨难跌，选股侧高弹性高壁垒

- **铝价在长期维度不具备大幅下跌的基础，上游冶炼端仍将是产业链盈利富集区。**随着2017年供给侧结构性改革后电解铝产能天花板的设立和能耗双控的制约，电解铝的产能指标已经成为类似“特许经营”的稀缺资源，电解铝厂商议价能力提升；而电解铝的初级原料铝土矿储量充足、产量增长；直接原料氧化铝产能相对过剩，原料端价格弱势，而下游需求则随着工业生产能力的发展而稳定提升，因此电解铝环节成为从氧化铝到铝加工整体行业链条上的盈利富集区。
- **冶炼端，建议关注具备高弹性低成本的一体化铝企，未来有望充分受益于铝价上涨。**我们以2022年电解铝企业的经营数据为依据，在假设成本及税率不变的情况下，对其进行铝价不同阶梯上涨幅度的弹性测试。当铝价上涨5%时，企业利润增厚比例在19%-39%区间；当铝价上涨15%时，企业利润增厚比例在56%-117%之间，具备较大增长空间。建议持续关注充分受益于低碳铝逻辑的绿电铝龙头企业云铝股份；受益于产能新疆、云南两处低成本区域的神火股份；受益于全产业布局的中国铝业等。
- **加工端，建议关注高科技赋值的深加工铝企，未来有望充分受益于汽车、航空等新产业发展。**我们认为随着新能源汽车、航空等新产业的发展，具备高门槛、高附加值的汽车板、航空板等深加工铝企有望获得超额收益，“铝价+加工费”的定价模式有望平滑铝价的周期性波动，为企业带来稳定的现金流。建议关注汽车板龙头企业南山铝业。

表：电解铝企业利润随铝价阶梯变动弹性测试

证券简称	2022年电解铝业务经营数据				铝价变动对应利润增厚 (百万元)			铝价变动对应利润增厚比例		
	销量(万吨)	单吨价格(百万元)	毛利润(百万元)	单吨毛利润(元/吨)	5%	10%	15%	5%	10%	15%
云铝股份	126.02	17725	3837	3045	1117	2234	3351	29%	58%	87%
神火股份	162.60	17379	7545	4640	1413	2826	4239	19%	37%	56%
天山铝业	116.01	17436	4640	4000	1011	2023	3034	22%	44%	65%
中国铝业	685.00	20214	17696	2583	6923	13847	20770	39%	78%	117%
南山铝业	48.00	17690	1003	2090	425	849	1274	2%	5%	7%
中孚实业	20.35	16283	694	3410	166	331	497	24%	48%	72%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：南山铝业2022年电解铝产能共81.6万吨，2023年转让33.6万吨，上表数据为按照2022年经营数据同比换算转让后产能得出。

## 七、风险提示

- **市场竞争格局加剧：**行业需求不及预期，市场可能受到竞争加剧影响。
- **地缘政治风险：**地缘政治风险导致矿端生产销售受阻，进而带来销售风险。
- **金属价格不及预期：**矿端供给持续增长导致供需缺口进一步增大，或带动金属价格下跌。

# 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园