



公司研究 | 深度报告 | 宏达股份 (600331.SH)

宏达股份，即将迎来华丽转身

报告要点

宏达股份曾坐拥亚洲最大铅锌矿，在中国快速工业化阶段于资源板块独领风骚。2016年后公司发展历经波折，原核心资产金鼎锌业股权被判无效+参股公司四川信托破产重组，公司经营举步维艰，最终于今年被四川省万亿国资蜀道集团重整控股。展望未来，受益蜀道集团资源加持及业务协同，同时拥有超700万吨级多龙铜矿30%股权的宏达股份，可否实现华丽转身？

分析师及联系人



肖勇

SAC: S0490516080003

SFC: BUT918



许红远

SAC: S0490520080021

宏达股份 (600331.SH)

2024-11-12

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

宏达股份，即将迎来华丽转身

引言：宏达股份，可否华丽转身？

宏达股份曾坐拥亚洲最大铅锌矿，在中国快速工业化阶段于资源板块独领风骚。2016年后公司发展历经波折，原核心资产金鼎锌业股权被判无效+参股公司四川信托破产重组，公司经营举步维艰，最终于今年被四川省万亿国资蜀道集团重整控股。展望未来，受益蜀道集团资源加持及业务协同，同时拥有超700万吨级多龙铜矿30%股权的宏达股份，可否实现华丽转身？

几经波折，宏达股份发展陷入低谷

宏达股份原主要从事有色金属锌的采、选、冶、加工销售以及磷化工产品生产销售业务，控股子公司金鼎锌业保有可采锌金属量507万吨，年产锌超10万吨，是国内主要锌资源企业之一，也是公司盈利主体。2018年，由于合同纠纷最高法判决宏达股份原持有的金鼎锌业60%股权无效，公司失去核心造血业务；2020年，参股公司四川信托无法清偿到期债务且资不抵债，宏达股份全额计提减值19.04亿元，公司经营状况进一步恶化。2023年，控股股东宏达实业因无法清偿债务被申请破产重整。历经波折，宏达股份依靠磷化工和锌冶炼业务勉力维持，公司发展陷入低谷。

蜀道集团入主重整，宏达质地脱胎换骨

蜀道集团是四川省属大型国企，2023年集团资产总额超1.34万亿元。2024年蜀道集团参与宏达实业破产重整，承接宏达实业所持26.39%股票，成为宏达股份控股股东；而后推动宏达股份无偿让渡持有的四川信托股权，完成宏达股份与四川信托切割；拟认购宏达股份定向增发股份，对宏达持股提升至43.38%，帮助宏达股份募资28.53亿元用于偿还债务和补充流动资金，推动宏达股份经营正常化。经过重整宏达股份质地显著改善，公司发展逐步重回正轨。

蜀道集团业务协同，多龙铜矿推进开发

蜀道集团入主后，宏达股份发展迎来两大看点：

1) 蜀道对宏达实现资源-产业赋能，形成业务协同效应，激发产业活力。由于不具有上游磷矿资源与铅锌矿山，宏达当前磷化工和锌冶炼业务盈利弱势且波动明显。蜀道集团在磷矿和有色资源方面布局已久，目前拥有采矿权14宗、探矿权9宗，在四川拥有多座磷矿山，未来可充分保障宏达磷化工业务资源端的稳定供应，并可凭借资源保障，提升磷化工产业能级，丰富产品结构，提升公司盈利能力。此外，在蜀道集团推动资产证券化过程中，宏达股份作为蜀道旗下有色和磷化工上市平台，未来或有望承担相关资产的整合任务，打开远期想象空间。

2) 推进多龙铜矿开发落地。多龙铜矿是拥有铜资源储量超700万吨的巨型铜矿，重整完成后蜀道集团持股40%为控股股东，宏达股份参股30%。由于高原大型铜矿开发所需资金体量大、技术要求高，原控股股东推进缓慢。蜀道集团控股之后，有望利用国企身份与资金优势，推动多龙铜矿开发进入快车道。今年10月多龙铜矿勘察报告已经由西藏自治区土地矿权交易和资源储量评审中心组织评审通过，向探转采阶段实质推进。类比西藏代表铜矿巨龙铜矿和玉龙铜矿，多龙若实现开发，简单推算最大产能约24~27万吨/年，预计总投资超300亿元，均衡价格假设下测算年净利润约为65~73亿元，开发完成后将从根本上改善公司盈利能力。

风险提示

- 1、国内地产竣工失速下行；
- 2、美国经济硬着陆；
- 3、地缘政治风险；
- 4、公司自身经营风险；
- 5、盈利预测不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	8.73
总股本(万股)	203,200
流通A股/B股(万股)	203,200/0
每股净资产(元)	0.19
近12月最高/最低价(元)	9.30/4.08

注：股价为2024年11月11日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言：宏达股份，可否华丽转身？	6
几经波折，宏达股份发展陷入低谷	6
陷入低谷，金鼎锌业置出，四川信托重整	6
磷锌为主，当前磷化工业务贡献主要盈利	9
蜀道集团入主重整，宏达质地脱胎换骨	12
蜀道集团业务协同，多龙铜矿开发推进	13
业务协同，蜀道赋能打开想象空间	13
多龙铜矿，宏达资源端的核心看点	15
风险提示	22

图表目录

图 1：过去 15 年宏达股份股价走势	6
图 2：2017 年子公司金鼎锌业占宏达股份总资产比例为 74%	7
图 3：2017 年金鼎锌业是公司盈利的核心来源	7
图 4：宏达股份不同发展阶段盈利表现	9
图 5：宏达股份不同发展阶段净资产变动情况	9
图 6：宏达股份业务布局、主要控股参股公司和主要产品产能情况（截至 2024 年 3 季报）	10
图 7：2014 年至今，宏达股份分产品营收情况	10
图 8：2014 年至今，宏达股份分产品毛利润情况	10
图 9：2023 年，锌金属、磷酸盐和复合肥贡献绝大部分营收	11
图 10：2023 年，磷酸盐贡献公司大部分盈利，锌金属亏损	11
图 11：当前蜀道集团拥有四家上市公司	12
图 12：定向增发前蜀道集团对宏达股份持股 26.39%	13
图 13：定增后预计蜀道集团对宏达股份持股 43.38%	13
图 14：蜀道集团下属资源布局（部分）	14
图 15：蜀道集团国内矿产资源布局	15
图 16：蜀道集团国外矿产资源分布情况	15
图 17：2022 年铜下游产品占比	15
图 18：超过 70% 的铜产品用作导电材料	15
图 19：1980~2022 年全球用铜增速与用电增速及 GDP 增速基本吻合	16
图 20：主要工业金属铜铝铅锌当中，过往 20 年铜价走势最为强势	16
图 21：铜行业成本曲线陡峭，边际供给获取需要更高的价格激励	17
图 22：电解铝成本曲线较为平坦	17
图 23：全球铜行业边际成本不断上移	17
图 24：当前全球制造业居于低位	17
图 25：目前宏达集团和宏达股份合计持有多龙矿业 70% 股权	18
图 26：多龙矿集区所在成矿区带位置示意图（A）和区域地质-矿产简图（B）	19
图 27：多龙矿集区矿床分布图	19

图 28：我国铜矿资源自给率较低	21
图 29：根据《中国矿产资源报告 2022》的数据，西藏铜矿储量占比超 30%	21
表 1：2017 年，宏达股份位列国内锌生产企业产量第 5 名	6
表 2：宏达股份各发展阶段重要事项梳理	8
表 3：蜀道投资集团有限责任公司为公司控股股东（截至 2024 年 3 季报）	10
表 4：公司主要产品吨盈利情况	11
表 5：蜀道集团重整宏达的时间轴	12
表 6：蜀道集团十四五规划的重点任务	14
表 7：西藏巨龙铜矿和玉龙铜矿情况一览	20

引言：宏达股份，可否华丽转身？

宏达股份曾坐拥亚洲最大铅锌矿，世纪之初在中国快速工业化阶段于资源板块独领风骚。2016年后宏达股份先后经历核心资产金鼎锌业股权无效，参股公司四川信托破产重组，控股股东宏达实业破产重整等一系列波折，最终被四川省万亿国资蜀道集团重整控股。展望未来，受益蜀道集团业务协同、资源加持，同时拥有超 700 万吨级多龙铜矿 30% 股权的宏达股份，可否实现华丽转身？

图 1：过去 15 年宏达股份股价走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

几经波折，宏达股份发展陷入低谷

陷入低谷，金鼎锌业置出，四川信托重整

宏达股份原控股股东为民营企业四川宏达实业有限公司，2023 年持股比例为 26.39%，实控人为刘沧龙。公司原主要从事有色金属锌的采、选、冶炼、加工和销售，以及磷化工产品生产和销售业务，主要产品包括锌锭、锌合金、锌精矿、铅精矿以及磷酸盐系列产品、复合肥等。

宏达股份原控股子公司金鼎锌业云南兰坪铅锌矿保有可采锌金属量 507 万吨，铅金属量 124 万吨，是国内锌资源开发、冶炼的重点企业之一，也曾是公司核心业务主体。2017 年公司实现净利润 3.64 亿元，其中金鼎锌业实现净利润约 3.94 亿元。

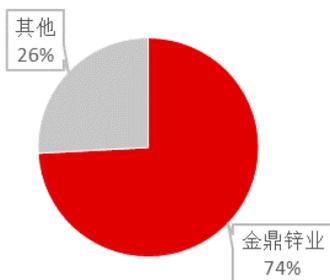
表 1：2017 年，宏达股份位列国内锌生产企业产量第 5 名

企业	产品类别	产量 (万吨)
紫金矿业	锌	46.7
株冶集团	锌产品	42.8
中金岭南	铅锌精矿	29.4
中色股份	锌锭及锌产品	22.77
宏达股份	锌锭及锌产品	15.44
西藏珠峰	锌精矿含锌	9.28
西部矿业	锌精矿	7.92

资料来源：Wind，上海有色网，公司公告，长江证券研究所

图 2：2017 年子公司金鼎锌业占宏达股份总资产比例为 74%

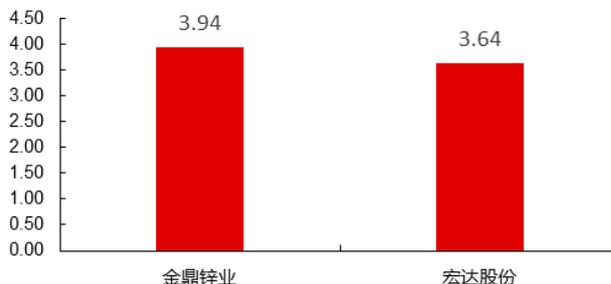
2017 年金鼎锌业占宏达股份总资产比例



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：2017 年金鼎锌业是公司盈利的核心来源

2017 年净利润（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

由于合同纠纷，2018 年最高人民法院判决宏达股份原持有的金鼎锌业 60% 股权无效，并需返还 2003 年至 2012 年获得的利润约 10.74 亿元，公司失去核心造血业务且现金流量表受损；2020 年，参股公司四川信托由于违反审慎经营规则并且产生兑付危机，监管部门联合地方政府对四川信托进行管控，宏达股份对四川信托计提减值 19.04 亿元，公司经营状况进一步恶化。2023 年，公司控股股东宏达实业因无法清偿债务被申请破产重整。2024 年，蜀道集团参与重整，成为宏达股份控股股东。

梳理公司自成立至今的发展历程，可将公司发展分为 3 个阶段：

➤ **发展阶段（成立之初—2015 年）**

本阶段核心经营要点在于公司依靠磷化工业务 2001 年实现 A 股上市，2003 年投资云南兰坪有色金属有限责任公司，获取国内最大探明铅锌矿兰坪铅锌矿，成功转型以铅锌为主的有色资源企业，后通过一系列包括铅锌冶炼产能在内的产业链扩张巩固公司在国内铅锌产业的地位和竞争力。

➤ **问题阶段（2016 年—2023 年）**

本阶段是公司发展的波折期，公司核心造血业务金鼎锌业股权被判无效，参股公司四川信托重整，公司大额计提资产减值损失，严重拖累公司盈利表现，同时，公司原控股股东因无法清偿债务被破产重整。由于合同纠纷，2017 年年初宏达股份核心资产云南金鼎锌业 60% 股权被云南省高级人民法院冻结；2018 年，最高人民法院判决宏达股份原持有金鼎锌业 60% 股权无效，除扣除已经支付的增资款约 4.96 亿元后，公司需向金鼎锌业返还 2003 年至 2012 年获得的利润约 10.74 亿元，由此导致公司 2018 年业绩大幅下滑，亏损 26.72 亿元。2020 年，由于参股公司四川信托违反审慎经营规则，监管部门联合地方政府派出工作组，加强对四川信托的管控。宏达股份对四川信托计提减值金额为 19.04 元。经过这一阶段，公司净资产由 2017 年高点 49.31 亿元大幅减少至 2024 年半年报时的 3.79 亿元。

➤ **重整阶段（2024 年）**

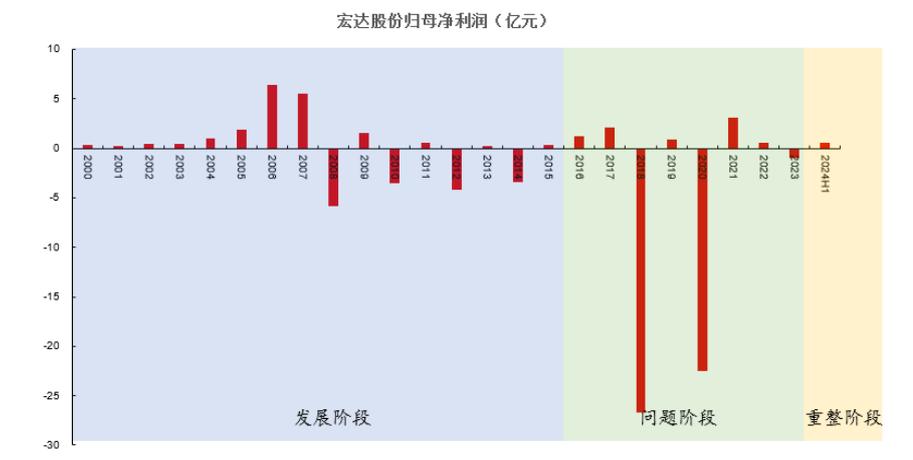
本阶段，四川国资蜀道集团参与宏达实业和宏达集团重整，控股宏达股份，并计划通过定增改善公司资金实力，公司质地逐步改善。

表 2: 宏达股份各发展阶段重要事项梳理

阶段	时间	重要事项
发展阶段	1979 年	什邡县民主磷肥厂成立
	1990 年	什邡县民主磷肥厂更名为什邡县民主磷肥总厂
	1994 年	什邡县民主磷肥总厂改制为股份制企业, 更名为四川宏达化工股份有限公司
	2001 年	四川宏达化工股份有限公司在上海证券交易所成功上市
	2003 年	以自有资金 1.53 亿元投资云南兰坪有色金属有限责任公司, 持股比例 51%, 获取国内最大探明铅锌矿兰坪铅锌矿同年, 云南兰坪有色金属有限责任公司更名为云南金鼎锌业有限公司
	2004 年	四川宏达化工股份有限公司变更为四川宏达股份有限公司
	2005 年	金鼎锌业年产 10 万吨电解锌项目(一期工程)投产, 总投资 15.5 亿元
	2005 年	公司取得甘洛埃岱铅锌矿采矿权证, 该铅锌矿正式投产后, 可解决部分公司本部电解锌所需原料
	2005 年	宏达股份 3.4 亿增资金鼎锌业, 股权比例仍维持在出资前的 51%
	2006 年	金鼎锌业以现金约 2.41 亿元收购兰坪县矿业开发总公司资产及采矿权
	2006 年	宏达股份向大股东定向增发 1.2 亿股, 筹资 15.864 亿元, 用于建设年产 10 万吨锌合金项目
	2007 年	宏达股份拟以现金 1.9 亿元投资重组后的四川信托, 占总股本的 19%
	2008 年	公司拟向宏达集团非公开发行股份收购其持有的金鼎锌业 9% 股权, 收购完成后持股比例将达 60%
	2009 年	以控股子公司四川绵竹川润化工有限公司为投资主体实施 20 万吨合成氨-30 万吨尿素、30 万吨复合肥/年建设项目
	2014 年	宏达股份参与投资设立西藏宏达多龙矿业有限公司, 持股比例为 30%
2015 年	宏达股份受让宏达集团所持有的四川信托 3% 的股权, 持股比例达到 22.1605%	
问题阶段	2017 年	宏达股份持有的云南金鼎锌业 60% 股权被云南省高级人民法院冻结
	2017 年	控股股东部分股权被司法冻结
	2018 年	最高人民法院判决宏达股份原持有金鼎锌业 60% 股权无效, 且扣除已经支付的增资款约 4.96 亿元后, 公司需向金鼎锌业返还 2003 年至 2012 年获得的利润约 10.74 亿元
	2019 年	控股股东宏达实业持有的公司股份被司法冻结
	2020 年	因四川信托违反审慎经营规则, 2020 年监管部门联合地方政府派出工作组, 加强对四川信托的管控。宏达股份对四川信托长期股权投资 19.04 亿元全额计提减值准备
	2023 年	公司控股股东宏达实业被申请破产重整
重整阶段	2024 年	蜀道集团确认为宏达集团、宏达实业重整投资人, 承接宏达实业所持宏达股份约 5.36 亿股股票, 占公司总股本的 26.39%, 宏达股份实际控制人由刘沧龙变更为四川省国资委 宏达股份对外披露了定增预案, 控股股东蜀道集团将斥资 28.53 亿元包揽 6.09 亿股股份, 交易完成后, 蜀道集团持有公司股份比例将提升至 43.38%。此次募资将用于偿还债务和补充流动资金

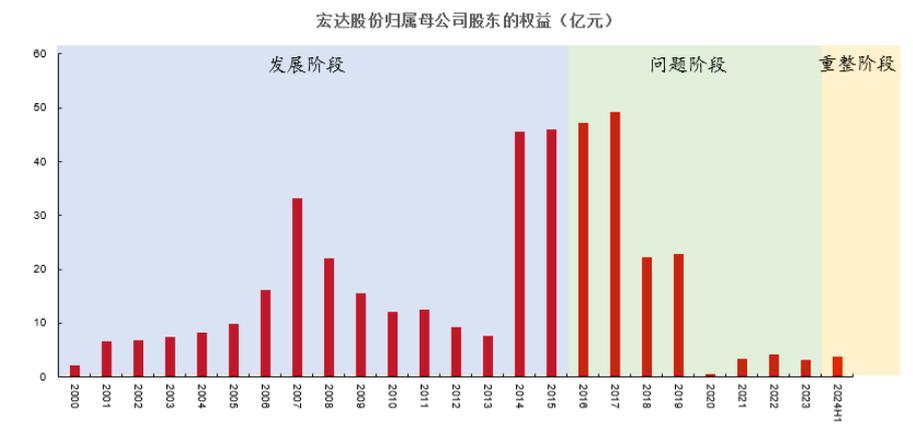
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 4：宏达股份不同发展阶段盈利表现



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：宏达股份不同发展阶段净资产变动情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

磷锌为主，当前磷化工业务贡献主要盈利

历经波折之后，当前宏达股份体内剩余磷化工、天然气化工和锌冶炼业务，控股股东变更为蜀道投资集团有限责任公司，实控人为四川省国资委。

公司当前业务模式简单，本部基地采购磷矿、锌精矿等原辅材料，生产磷酸盐、复合肥、锌锭等产品，当前拥有磷酸盐系列产品产能 42 万吨/年，复合肥产能 30 万吨/年，锌锭产能 10 万吨/年，锌合金产能 10 万吨/年。控股子公司绵竹川润主营天然气化工，生产合成氨（液氨），主要为下游磷铵生产企业提供原料，其生产的合成氨，部分向公司本部磷化工基地提供磷酸盐产品生产所需的原料，其余部分合成氨直接对外销售，拥有合成氨产能 20 万吨/年。

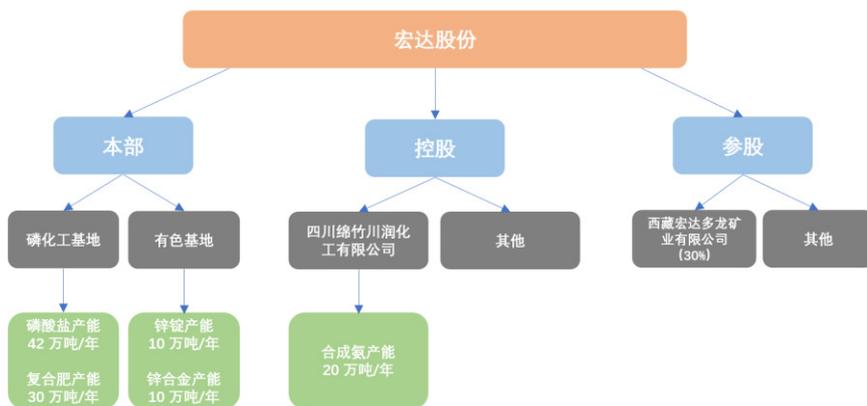
此外，公司参股西藏宏达多龙矿业有限公司 30% 股权，多龙矿业拥有铜资源量超 700 万吨，在过去几年铜资源供给持续紧张铜价中枢上行背景下，公司持有的多龙矿业股权成为当前公司体内备受关注的重要资产。

表 3：蜀道投资集团有限责任公司为公司控股股东（截至 2024 年 3 季报）

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	蜀道投资集团有限责任公司	486,237,405	23.93
2	宏达实业有限公司 (质押解除后按重整计划过户给蜀道集团)	50,000,000	2.46%
3	合计	536,237,405	26.39%

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：宏达股份业务布局、主要控股参股公司和主要产品产能情况（截至 2024 年 3 季报）



资料来源：Wind，长江证券研究所

经营端，置出金鼎锌业之后，过去 5 年公司盈利波动性较为明显，分板块来看，化工板块支撑公司盈利表现，锌冶炼板块虽营业收入占比较高，盈利能力整体弱势。2023 年，锌金属及副产品、磷铵盐产品、复合肥、合成氨营业收入占比分别为 38%、31%、19%、10%；在公司 2023 年全部 1.89 亿元毛利润中，磷铵盐贡献 1.22 亿元，合成氨贡献 0.67 亿元，复合肥贡献 0.43 亿元，锌冶炼业务亏损。

公司经营业绩波动明显，主要因为公司以中游化工、冶炼产能为主，无配套上游铅锌矿山和磷矿资源，加之公司磷酸一铵和复合肥产能规模相对较小，公司锌冶炼基地位于四川省什邡市，离原料产地及进口矿主要港口较远，受上游原料价格和锌加工费波动影响较大。

图 7：2014 年至今，宏达股份分产品营收情况



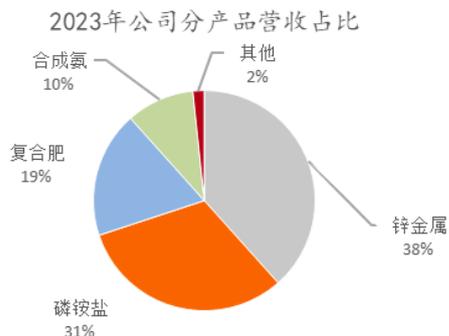
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：2014 年至今，宏达股份分产品毛利润情况



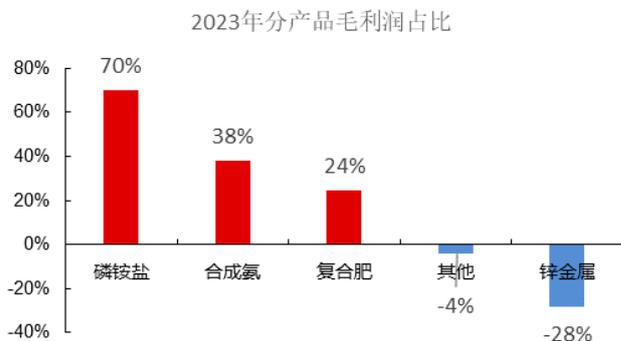
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：2023 年，锌金属、磷酸盐和复合肥贡献绝大部分营收



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：2023 年，磷酸盐贡献公司大部分盈利，锌金属亏损



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 4：公司主要产品吨盈利情况

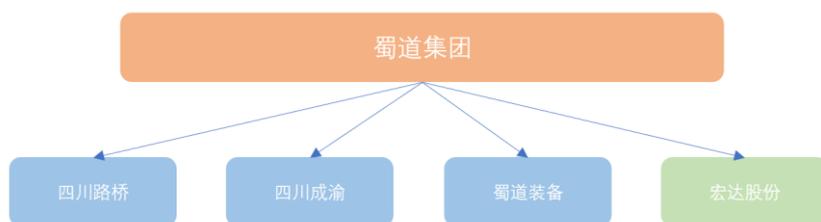
	2020	2021	2022	2023
锌冶炼				
销量 (万吨)	6.51	5.40	3.99	5.63
吨营收 (万元/吨)	1.67	2.06	2.03	2.03
吨成本 (万元/吨)	1.67	2.13	2.11	2.11
吨毛利润 (万元/吨)	0.00	-0.06	-0.09	-0.09
磷化工业务				
磷酸盐系列产品				
销量 (万吨)	32.02	32.06	30.27	27.17
吨营收 (万元/吨)	0.21	0.28	0.36	0.34
吨成本 (万元/吨)	0.17	0.22	0.30	0.30
吨毛利润 (万元/吨)	0.04	0.06	0.06	0.05
复合肥				
销量 (万吨)	13.23	15.29	17.53	20.16
吨营收 (万元/吨)	0.23	0.25	0.30	0.27
吨成本 (万元/吨)	0.21	0.23	0.28	0.25
吨毛利润 (万元/吨)	0.02	0.03	0.02	0.02
合成氨				
销量 (万吨)	4.36	6.73	6.95	9.88
吨营收 (万元/吨)	0.10	0.32	0.37	0.30
吨成本 (万元/吨)	0.08	0.21	0.23	0.23
吨毛利润 (万元/吨)	0.02	0.11	0.13	0.07

资料来源：Wind，长江证券研究所

蜀道集团入主重整，宏达质地脱胎换骨

蜀道集团是重组整合原四川交投集团和四川铁投集团，通过新设合并方式组建的四川省属大型国有企业，集团所属各级全资和控股企业 500 余家，业务遍及 60 多个国家和地区，员工近 6 万人。2023 年蜀道集团资产总额超 1.34 万亿元，实现年营业收入超 2660 亿元、利润总额超 115 亿元，各项主要经济指标均占四川省属企业半壁江山。在控股宏达股份之前，蜀道集团已拥有四川路桥、四川成渝、蜀道装备 3 家上市公司。

图 11：当前蜀道集团拥有四家上市公司



资料来源：蜀道集团官网，长江证券研究所

2024 年 5 月份蜀道集团被确认为宏达集团、宏达实业重整投资人，对宏达系资产进行重整。伴随一系列举措落地，宏达股份质地显著改善，公司发展逐步重回正轨。具体来看：

- **蜀道集团入主，原有控股股东出局，宏达股份身份变更为国资控股企业，原来束缚公司发展的约束逐渐解除。**公司受金鼎锌业和四川信托影响资金实力严重受损，经营举步维艰，由于公司原控股股东无法清偿债务被破产重组，使得公司融资渠道和资本市场形象受到负面影响。蜀道控股之后，经营端的约束逐渐解除。
- **宏达股份无偿让渡持有的四川信托股权，消除潜在债务影响。**公司持有四川信托 22.1605% 股权，2024 年 4 月 7 日，四川信托由于不能清偿到期债务，资产不足以清偿全部债务，向成都市中院申请重整。2024 年 8 月 8 日，四川信托管理人按计划与重整投资人签订了《重整投资协议》，9 月 20 日，宏达股份董事会同意四川信托重整计划（草案）之出资人权益调整方案，同意公司无偿让渡持有的四川信托 22.1605% 股权，由管理人根据重整计划的规定进行处置，由此宏达股份和四川信托实现切割。
- **对大股东蜀道集团进行定向增发，偿还债务和补充流动资金，推动公司经营正常化。**宏达股份拟进行定向增发，控股股东蜀道集团将斥资 28.53 亿元包揽 6.09 亿股股份，交易完成后，蜀道集团持有公司股份比例将提升至 43.38%。此次募资将用于偿还债务和补充流动资金，推动公司经营正常化。

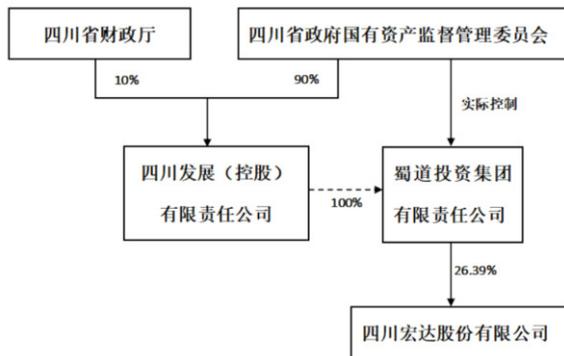
表 5：蜀道集团重整宏达的时间轴

时间	内容
2024-5-24	蜀道集团确认为宏达集团、宏达实业重整投资人
2024-5-27	宏达集团、宏达实业、管理人与蜀道集团正式签署重整投资协议
2024-7-19	什邡法院裁定批准《重整计划》，蜀道集团将承接宏达实业所持宏达股份约 5.36 亿股股票，占公司总股本的 26.39%，宏达股份实际控制人由刘沧龙变更为四川省国资委

2024-9-5	宏达实业持有的宏达股份股票过户至蜀道集团证券账户，公司控股股东由宏达实业变更为蜀道集团，实控人由刘沧龙变更为四川国资委
2024-9-19	宏达股份拟向控股股东蜀道集团进行定向增发，控股股东蜀道集团将斥资 28.53 亿元包揽 6.09 亿股股份，交易完成后，蜀道集团持有公司股份比例将提升至 43.38%，此次募资将用于偿还债务和补充流动资金

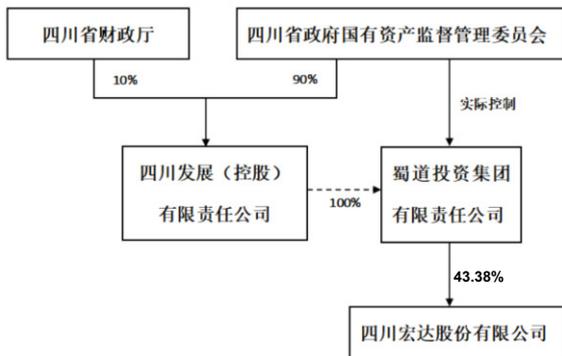
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：定向增发前蜀道集团对宏达股份持股 26.39%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：定增后预计蜀道集团对宏达股份持股 43.38%



资料来源：Wind，长江证券研究所

蜀道集团业务协同，多龙铜矿开发推进

蜀道集团入主后，宏达股份发展迎来两大看点：一是受益蜀道集团资源加持及业务协同，增厚原有业务经营能力；二是蜀道集团有望利用国企身份与资金优势，推动多龙铜矿开发进入快车道，宏达股份作为持股多龙矿业 30% 股权的参股方，公司盈利或受益于多龙铜矿开发迎来根本改善。

业务协同，蜀道赋能打开想象空间

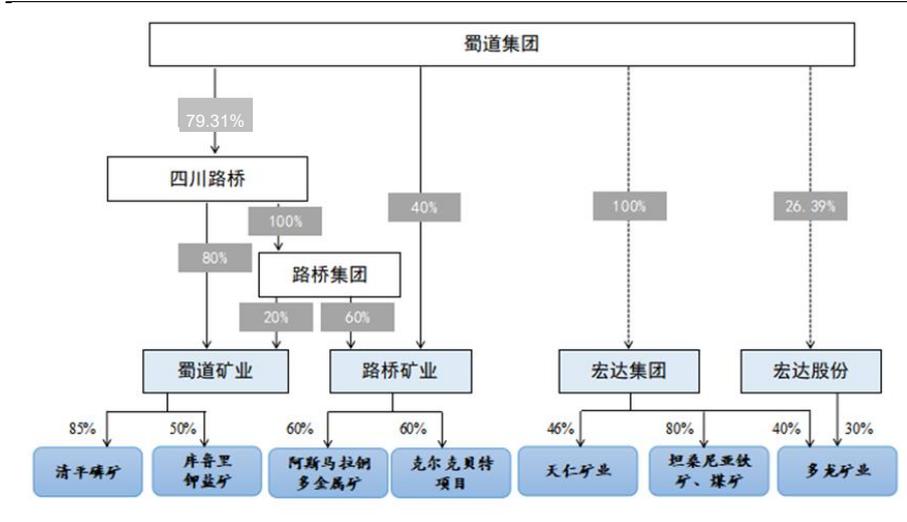
蜀道集团入主后，借助于蜀道集团在磷矿和有色资源端的布局，宏达股份可与蜀道集团实现业务协同，改善公司经营治理，并在蜀道集团推动资产证券化过程中，作为蜀道旗下有色和磷化工上市平台，或有望承担集团磷和有色资源的整合任务，打开远期想象空间。

业务协同

上游资源是公司当前主营业务盈利改善，壮大发展的主要掣肘。由于不具有上游磷矿资源，公司磷酸一铵和复合肥产能规模相对较小，受上游原料价格波动影响较大。同样，由于公司无配套上游铅锌矿山，冶炼所需主原料锌精矿全部为对外采购，受锌精矿供需影响，加工费变化较大，锌冶炼业务盈利波动明显。

蜀道集团下属矿业板块围绕金、铜、铅锌、铁、磷、锂、钾盐等矿种，进行了深厚布局，目前拥有采矿权 14 宗、探矿权 9 宗。在磷资源领域，蜀道集团拥有德阳绵竹清平磷矿、马边老河坝三号磷矿、凉山会东大黑山磷矿等矿山，可在资源端与宏达股份进行协同，充分保障宏达磷化工业务资源端的稳定供应，后续或可借助集团资源保障，提升磷化工产业能级，丰富产品结构，增强公司盈利能力。

图 14：蜀道集团下属资源布局（部分）



资料来源：蜀道集团官网，Wind，长江证券研究所

资产证券化平台

根据四川国资 2024 年初刊发的文章，2024 年是实施“十四五”规划的关键一年，蜀道集团将突出战略引领，以“两个转型、三个创新”为主线，坚决走好转型创新之路，推动实现高质量发展，其中提到“坚定不移抓好资产证券化，稳步提升上市公司质量，分类推进优质资产证券化，推动从“管资产”向“管资本”转型”。

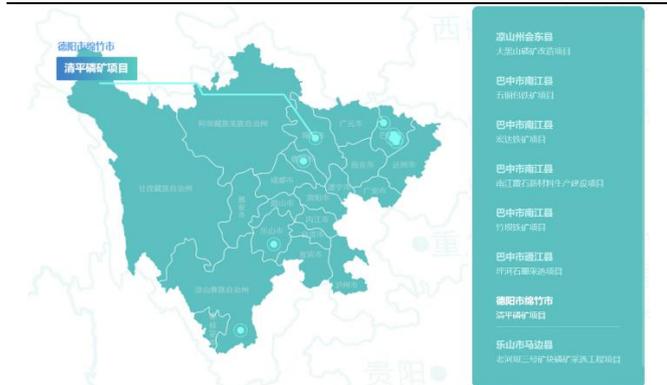
公司作为蜀道旗下有色和磷化工上市平台，未来或有望承担相关资产的整合任务，打开远期想象空间。

表 6：蜀道集团十四五规划的重点任务

重点工作	具体内容
一是坚定不移抓好重点项目建设	稳步加大重大项目投资，挂图作战实施 50 余个省重点项目，突出抓好成渝地区双城经济圈共建项目
二是坚定不移抓好转型发展	坚持做强做优各产业板块，筑牢产业基底、推动产融互促，加快向综合型产业集团转型
三是坚定不移抓好创新发展	深入实施新一轮国企改革深化提升行动，持续推进体制创新、机制创新、科技创新
四是坚定不移抓好资产证券化	稳步提升上市公司质量，分类推进优质资产证券化，推动从“管资产”向“管资本”转型
五是坚定不移抓好管理提升	加快推进数字管理转型，不断提升产业协同效益，着力提高财务管理水平，持续发挥内控审计效用
六是坚定不移抓好安全环保稳定工作	切实增强安全生产系统治理能力和防范能力，坚决筑牢安全生产防线，统筹推进生态环境保护
七是坚定不移抓好企业文化建设	大力弘扬“敢于担当、勇争一流”的企业精神，切实营造“团结协作、民主和谐”的良好氛围
八是坚定不移抓好党建促发展	全面加强党的领导和党的建设，充分发挥党建引领作用，坚决落实全面从严治党要求

资料来源：四川国资官方公众号，长江证券研究所

图 15: 蜀道集团国内矿产资源布局



资料来源: 蜀道集团官网, 长江证券研究所

图 16: 蜀道集团国外矿产资源分布情况



资料来源: 蜀道集团官网, 长江证券研究所

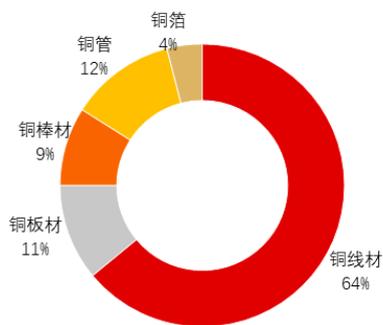
多龙铜矿，宏达资源端的核心看点

铜：需求有增长+供给受约束，铜价中枢震荡上行

对于大宗商品而言，最好的行业模式莫过于需求有增长，同时供给受约束。我们认为，需求侧决定行业天花板的高度，而供给侧往往影响行业盈利的厚度。在需求正向增长的背景下，供给对需求的响应越弱，商品越易涨价并获取足够宽阔的利润空间。铜，便是典型的需求有增长，同时供给有约束的品种。

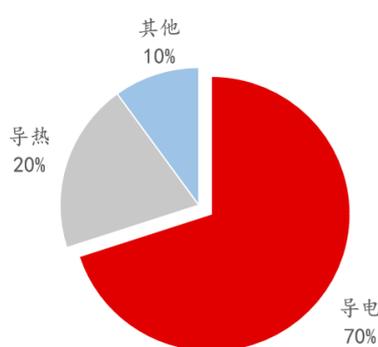
需求端，铜的底层逻辑是电，铜是目前技术条件下最主流的导电材料，在替代品出现之前，只要全球用电总量增加，全球用铜总量就会伴随增长，而全球电气化不断深入是显而易见的发展趋势。虽然统计显示铜广泛应用在工业制造等诸多下游领域，但穿透来看，在所有下游当中，超过 70% 的铜均充当着电的载体材料的角色，导电材料才是铜的底层逻辑，在替代品出现之前，只要全球用电总量增长，全球用铜总量就会伴随增长。事实上，1980 年至 2022 年，全球耗铜量的年均增速与全球用电量增速以及全球 GDP 增速基本吻合，其中，耗铜量 CAGR2.46%，用电量 CAGR3.00%，GDP CAGR2.88%。

图 17: 2022 年铜下游产品占比



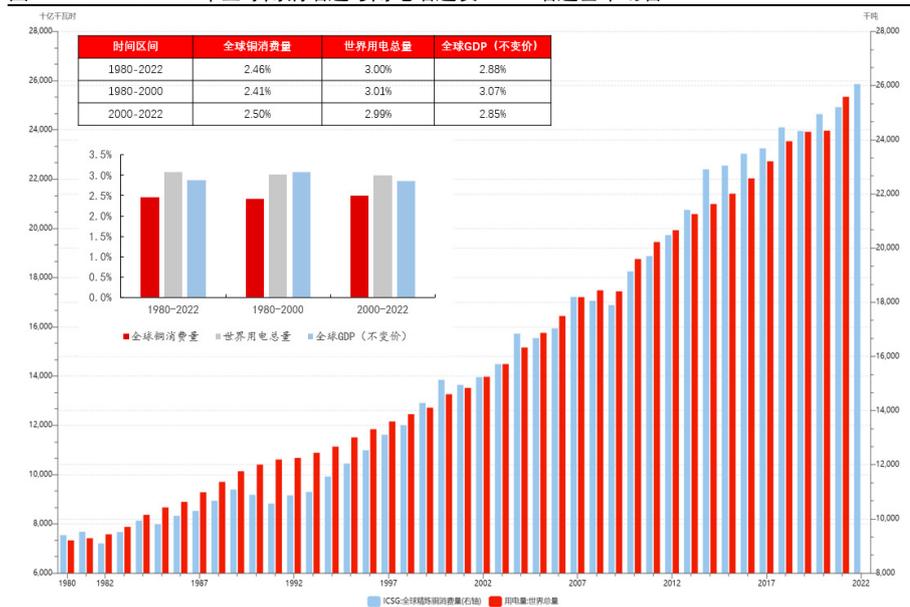
资料来源: 国际铜业小组, 长江证券研究所 (备注: 铜箔生产包括轧制法和电沉积法生产的铜箔, 假定合金片的铜含量为 70%。)

图 18: 超过 70% 的铜产品用作导电材料



资料来源: 国际铜业小组, 长江证券研究所

图 19: 1980~2022 年全球用铜增速与用电增速及 GDP 增速基本吻合



资料来源: Wind, 长江证券研究所

供给端，受制于资源禀赋约束，铜供给对于需求的响应程度在工业金属当中最为弱势。一方面，全球铜资源储量相对较少，仅约为铁矿石资源储量的约 1/100，铝土矿资源储量的 1/40，同时有限的资源储量散落在约 840 座铜矿山当中，矿山分布极为离散，不同矿山的资源禀赋和所处的自然及人文环境差别很大，使得行业成本曲线非常陡峭，边际供给获取需要更高的价格激励，由此支撑了行业价格和盈利空间。

另一方面，由于单体铜矿相对较小、新发现的绿地铜矿越来越少、矿山可研+建设周期又往往超过 5 年，使得供给难以及时响应需求变动，在需求持续增长背景下，所表现出来的便是铜价易涨难跌。

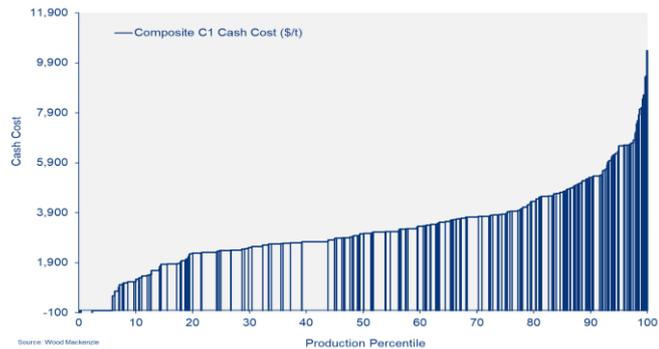
事实上，在过去 20 年主要工业金属铜铝铅锌当中，铜价走势最为强势。

图 20: 主要工业金属铜铝铅锌当中，过往 20 年铜价走势最为强势



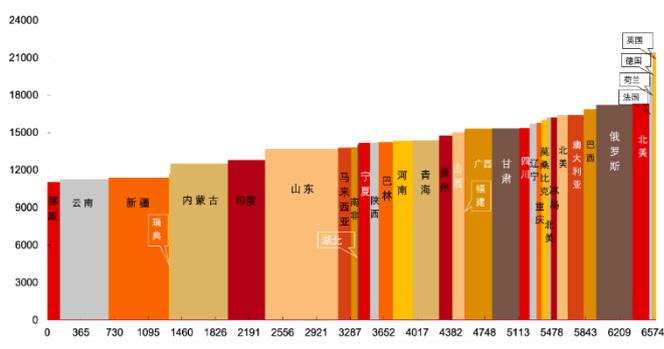
资料来源: Wind, 长江证券研究所 (注: 以 2002 年 1 月 1 日的价格为基数 1)

图 21: 铜行业成本曲线陡峭, 边际供给获取需要更高的价格激励



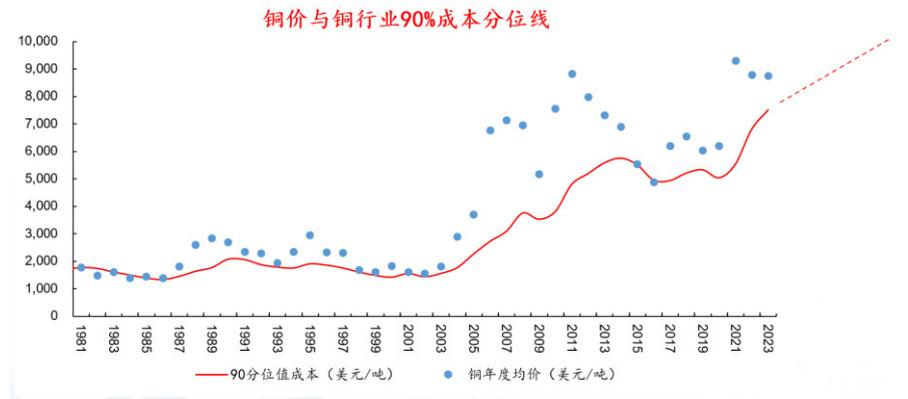
资料来源: Wood Mackenzie, 长江证券研究所

图 22: 电解铝成本曲线较为平坦



资料来源: Wind, 长江证券研究所

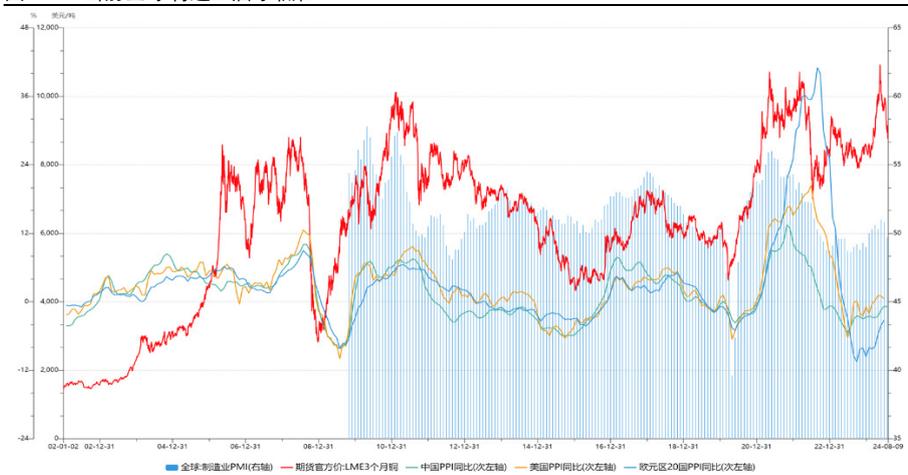
图 23: 全球铜行业边际成本不断上移



资料来源: Wood Mackenzie, 长江证券研究所

短期而言, 当前全球制造业居于低位, 伴随美联储降息通道打开利率下行, 以及国内财政刺激政策预期, 有望推动内需改善及全球制造业逐步复苏, 未来 1 年铜价或将受益震荡上行。

图 24: 当前全球制造业居于低位



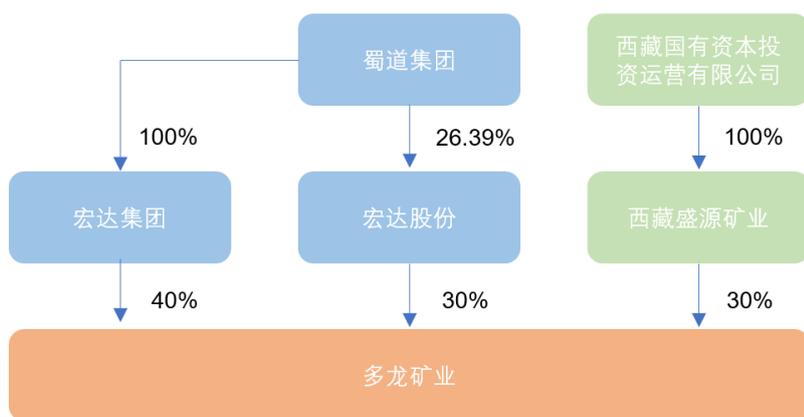
资料来源: Wind, 长江证券研究所

多龙矿业：资源量超 700 万吨，蜀道入局开发加速

西藏宏达多龙矿业是公司参股公司，成立于 2014 年 9 月，注册资金为 2 亿元人民币。目前蜀道集团通过宏达集团间接持股 40% 为控股股东，宏达股份持股 30%，西藏盛源矿业有限公司持股 30%。根据多龙矿业《公司章程》，多龙矿业董事会由 5 名董事组成，其中宏达股份委派 2 名董事，宏达集团委派 2 名董事，西藏盛源矿业有限公司委派 1 名董事。

多龙矿业核心资产为其持有的多龙铜矿（由原多不杂铜矿和波龙铜矿整合为一个探矿权）和多不杂西铜矿两宗探矿权。根据之前的勘探发现，多不杂、波龙两个探矿权已探获铜金属量 700 多万吨¹，其中多不杂矿床铜平均品位 0.64%，波龙矿床铜平均品位 0.65%²。

图 25：目前宏达集团和宏达股份合计持有多龙矿业 70% 股权



资料来源：Wind，长江证券研究所

多龙铜矿和多不杂西铜矿处于多龙矿集区，位于西藏阿里地区改则县物玛乡境内，在改则县城西北方向约 110 千米处，其地处藏北高原，地形以山地、沟谷为主，海拔 5000 米左右，伴生金、银等贵金属³。整个多龙矿集区合计 11 宗探矿权，除了多龙矿业持有的 2 宗探矿权外，还有中铝金龙公司持有的 9 宗探矿权。从目前勘查结果看，整个多龙矿区已探明的铜矿达到 2000 万吨，是中国第一个世界级超级铜矿集区，也是我国最具潜力的铜矿资源储备开发基地之一。根据中铝矿产资源公司总经理王东生的说法：“其实这还不是多龙矿集区铜资源的全部。今后，只要继续加大矿体深边部以及其他探矿权区域的勘查工作，多龙矿集区在世界级超级铜矿中的排名还会继续攀升”。⁴

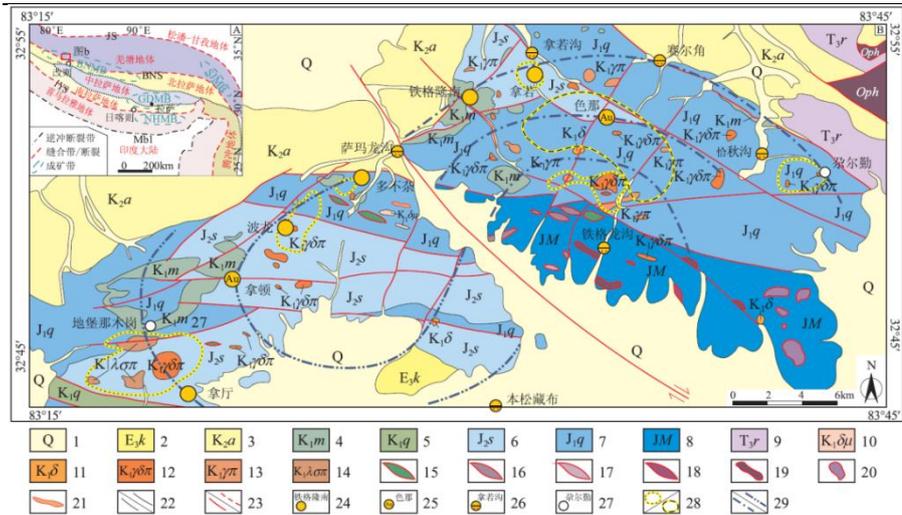
¹ 中国矿业网《世界级超级铜矿在中国“现身”——西藏多龙矿集区找矿突破透视》。

² 中国地质调查期刊网《中国铜矿的巨无霸——多龙铜矿床解读》。

³ 中国地质调查期刊网《中国铜矿的巨无霸——多龙铜矿床解读》。

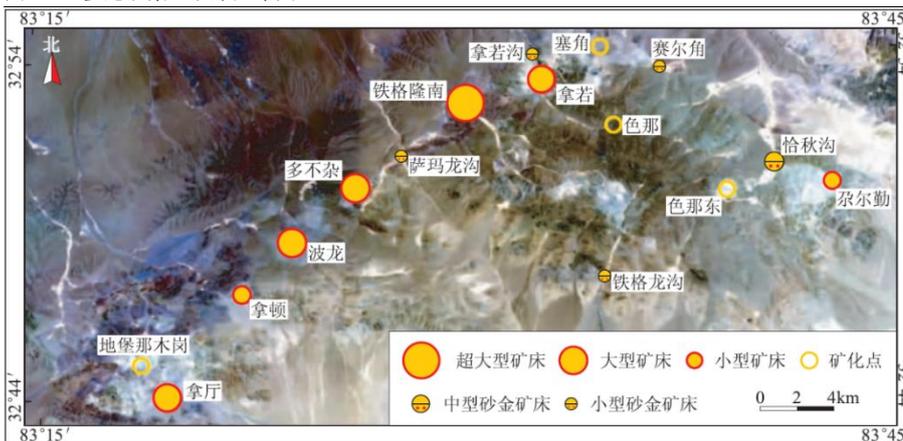
⁴ 中国矿业网《世界级超级铜矿在中国“现身”——西藏多龙矿集区找矿突破透视》。

图 26: 多龙矿集区所在成矿区带位置示意图 (A) 和区域地质-矿产简图 (B)



资料来源:《找矿思维成功案例—近年来国内大型超大型矿床发现经验集锦》中国地质调查局, 长江证券研究所

图 27: 多龙矿集区矿床分布图



资料来源:《找矿思维成功案例—近年来国内大型超大型矿床发现经验集锦》中国地质调查局, 长江证券研究所

多龙铜矿开发需要的资金体量巨大, 原有控股股东推进缓慢, 目前多龙铜矿尚处于地质勘探阶段, 多龙矿业未实质开展经营业务。万亿资产规模的蜀道集团控股之后, 有望充分利用国企身份与资金优势, 推动多龙铜矿开发进入快车道。2024 年 10 月 12 日, 据西藏自治区地质矿产开发局官网信息披露,《西藏自治区改则县多龙矿区铜矿勘探报告》已经专家组全票评审通过, 朝着矿山开发建设迈出了重要一步。

通过对比同处西藏地区的大型铜矿巨龙铜矿和玉龙铜矿, 可对多龙矿业旗下探矿权后续潜在的开发体量等相关情况进行简单推断。

- **体量——推测年最大产能约为 24 万吨~27 万吨。**巨龙铜矿储量 1568 万吨, 当前年产量超 15 万吨, 远期规划产能达到 60 万吨, 按 60 万吨最大产能简单计算, 矿山开发周期约为 26 年; 玉龙铜矿储量 558 万吨, 当前年产量超 13 万吨, 远期规划产能达到约 19.5 万吨, 按照 19.5 万吨最大产能简单计算, 矿山开发周期约 29

年。假设多龙铜矿开发周期与巨龙铜矿和玉龙铜矿相同，按照 26~29 年开发周期计算，则 700 万吨金属量年最大产能约为 24 万吨~27 万吨；

- **投资——推测总投资将超 300 亿元。**巨龙铜矿 2 期和玉龙铜矿 2 期建设投资额均超百亿元，折算吨铜投资额超 10 万元。考虑到多龙铜矿所处的西藏阿里改则县位置更为偏僻，水电等基础设施匮乏，预计多龙铜矿单吨开发投资额将超过巨龙铜矿和玉龙铜矿水平，按照上文推断的开发体量，预计总投资将超 300 亿元；
- **盈利——均衡价格假设下，推测年净利润约为 65~73 亿元。**2023 年国内电解铜均价 6.8 万元/吨，巨龙铜矿和玉龙铜矿吨铜净利润（副产品收益折入铜）均超 2.7 万元/吨。考虑到：1) 多不杂和波龙矿床品位和玉龙铜矿相若；2) 单吨更高投资额带动吨折旧和吨财务费用抬升；3) 铜价拉长看震荡向上。假设多不杂和波龙吨盈利为 2.7 万元/吨，按照 24~27 万吨的开发体量，测算年净利润 65~73 亿元。

表 7：西藏巨龙铜矿和玉龙铜矿情况一览

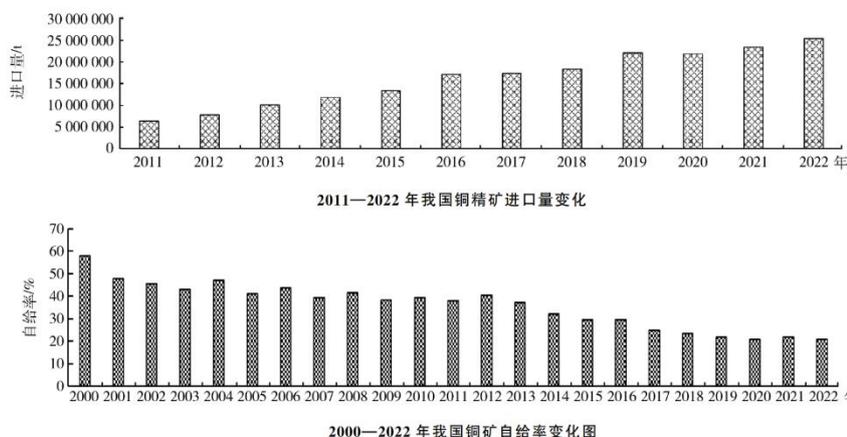
矿山	地址	资源量 (万吨)	储量 (万吨)	品位	投资额	远期 产能规划	2023 产铜量 (万吨)	2023 净利润 (亿元)	吨净利润 (万元)
巨龙铜矿	西藏墨竹工卡县	2588	1568	0.32%	2 期：15~20 万吨 174.6 亿元	60 万吨	15.4 万吨	42.11	2.73
玉龙铜矿	西藏昌都市	564	558	0.66%	2 期：10 万吨 106 亿元	19.5 万吨	约 11.5 万吨	33.04	2.87

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所（备注：吨净利润把副产品收益统一算进铜）

开发多龙铜矿，在保障我国铜矿资源供应的同时，可以助力宏达股份卡位西藏铜矿资源开发，打开远期资源获取想象空间。我国铜矿资源储量并不丰裕，根据美国地质调查局数据，2022 年全球已探明铜储量 8.9 亿吨，其中中国储量占比仅约为 3%。另外，根据《中国矿产资源报告 2022》数据，截至 2021 年底，我国已探明铜资源储量静态保障年限不足 20 年，远低于全球平均值。我国的铜资源现状与世界工厂的地位并不匹配，每年需要进口大量的铜精矿以满足需求，2022 年中国铜矿资源自供率仅约为 20%，开发多龙铜矿，对保障我国铜矿资源供应具有重要意义。

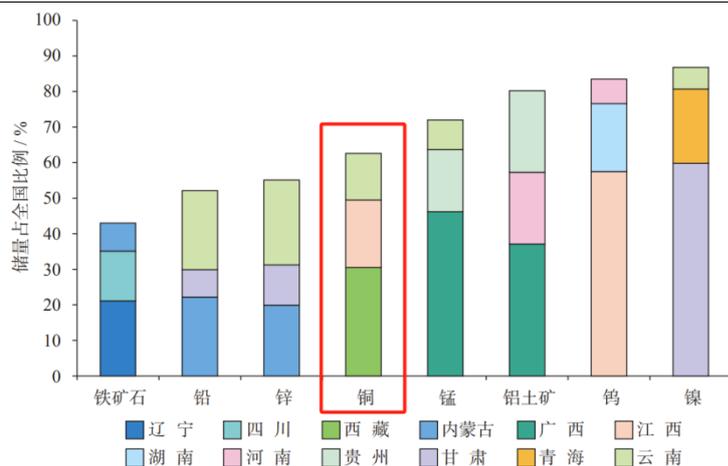
在国内铜资源分布格局上，西藏地区是铜矿储量最大且拥有最多待开发铜矿、未来发展潜力最大的区域。根据《中国矿产资源报告 2022》的数据，西藏铜矿储量占比超 30%，之前由于环境和人文问题，西藏铜资源整体开发规模较小，当前成熟矿山仅有西部矿业的玉龙铜矿、紫金矿业巨龙铜矿和中国黄金国际旗下甲玛铜矿，若宏达股份成功开发多龙铜矿，将卡位西藏铜矿开发，依托于国企身份，为远期西藏高原铜矿资源获取打开想象空间。

图 28：我国铜矿资源自给率较低



资料来源：《新能源产业发展背景下我国铜资源供需现状与趋势》张楠，长江证券研究所

图 29：根据《中国矿产资源报告 2022》的数据，西藏铜矿储量占比超 30%



资料来源：《中国矿产资源报告 2022》，长江证券研究所

风险提示

1、国内地产竣工失速下行。若地产竣工面积超出预期大幅下行将影响铜等金属材料需求，带动价格下跌。

2、美国经济硬着陆。有色金属与磷化工产品价格与全球经济周期息息相关，在高利率背景下如果美国经济步入硬着陆，有色金属价格及磷化工产品价格将面临下行风险。

3、地缘政治风险。不稳定的政治环境可能带来能源价格波动等问题，影响铜磷等产品生产成本。同时，政治紧张局势可能导致贸易战争和贸易限制，加剧贸易摩擦，影响市场供需正常秩序。

4、公司自身经营风险。若对蜀道集团定增进度低于预期，将影响公司现金流改善；公司存在潜在的其他债务风险。

5、盈利预测不及预期的风险。公司当前缺少上游资源，磷化工业务和锌冶炼业务盈利波动较大，存在盈利预测不及预期的风险。在对公司进行盈利测算和价值分析时，我们基于行业情况和公司公开信息做了一系列的假设。由于公司盈利和锌冶炼价格、磷铵盐价格、复合肥价格、合成氨价格紧密相关，我们认为，基准情形下，伴随后续利率下降和国内财政政策落地，上述产品价格有望出现小幅上涨。基于以上假设，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 30.41 亿元、31.10 亿元、31.76 亿元，对应增速分别为 0.51%、2.25%、2.14%；预计归母净利润分别为 0.19 亿元、0.71 亿元、1.25 亿元，对应增速分别为 119.33%、285.43%、75.62%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。悲观情形下，若锌冶炼价格、磷铵盐价格、复合肥价格、合成氨价格各自出现一定程度的下跌，公司盈利将显著下滑。基于以上假设，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 28.99 亿元、28.40 亿元、28.13 亿元，对应增速分别为-4.20%、-2.02%、-0.96%；预计归母净利润分别为-0.91 亿元、-1.36 亿元、-1.57 亿元，对应增速分别为 5.33%、-50.30%、-15.01%。

表 8：公司收入与利润敏感性分析

单位（亿元）	基准情形			悲观情形		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入	30.41	31.10	31.76	28.99	28.40	28.13
—YOY	0.51%	2.25%	2.14%	-4.20%	-2.02%	-0.96%
毛利率	8.57%	10.58%	12.46%	4.07%	2.09%	1.14%
归母净利润	0.19	0.71	1.25	-0.91	-1.36	-1.57
—YOY	119.33%	285.43%	75.62%	5.33%	-50.30%	-15.01%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3026	3041	3110	3176	货币资金	175	269	305	433
营业成本	2837	2781	2781	2781	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	189	261	329	396	应收账款	30	31	31	32
%营业收入	6%	9%	11%	12%	存货	499	494	491	492
营业税金及附加	11	12	12	12	预付账款	37	47	42	44
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	213	209	216	219
销售费用	29	25	27	27	流动资产合计	955	1051	1086	1221
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	145	183	202	230
管理费用	171	168	174	177	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	6%	6%	6%	6%	固定资产合计	889	854	819	784
研发费用	2	2	2	2	无形资产	73	70	66	63
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	0	0	0	0
财务费用	58	39	36	34	递延所得税资产	1	1	1	1
%营业收入	2%	1%	1%	1%	其他非流动资产	79	65	59	53
加: 资产减值损失	-2	1	1	1	资产总计	2142	2224	2232	2351
信用减值损失	0	0	0	0	短期贷款	712	676	650	619
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	180	191	184	188
投资收益	0	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	-77	23	87	153	应付职工薪酬	41	33	36	35
%营业收入	-3%	1%	3%	5%	应交税费	10	18	14	17
营业外收支	1	0	0	0	其他流动负债	859	912	883	903
利润总额	-76	23	87	153	流动负债合计	1801	1831	1767	1761
%营业收入	-3%	1%	3%	5%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	20	4	16	27	应付债券	0	0	0	0
净利润	-96	19	72	126	递延所得税负债	2	2	2	2
归属于母公司所有者的净利润	-96	19	71	125	其他非流动负债	18	17	17	17
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	1821	1849	1786	1780
EPS (元)	-0.05	0.01	0.04	0.06	归属于母公司所有者权益	320	374	445	571
					少数股东权益	0	0	1	1
现金流量表 (百万元)					股东权益	320	374	446	572
	2023A	2024E	2025E	2026E	负债及股东权益	2142	2224	2232	2351
经营活动现金流净额	-35	159	112	218					
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	0	-38	-19	-28		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-5	7	8	7	每股收益	-0.05	0.01	0.04	0.06
其他	3	9	0	0	每股经营现金流	-0.02	0.08	0.06	0.11
投资活动现金流净额	-2	-22	-11	-21	市盈率	—	957.70	248.48	141.48
债券融资	0	0	0	0	市净率	32.61	47.43	39.83	31.08
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	144.47	182.28	111.42	79.62
银行贷款增加(减少)	-15	-36	-26	-31	总资产收益率	-4.5%	0.8%	3.2%	5.3%
筹资成本	-34	-42	-40	-38	净资产收益率	-30.0%	5.0%	16.0%	22.0%
其他	1	34	0	0	净利率	-3.2%	0.6%	2.3%	3.9%
筹资活动现金流净额	-49	-43	-66	-69	资产负债率	85.1%	83.2%	80.0%	75.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-86	94	36	128	总资产周转率	1.35	1.39	1.40	1.39

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。