

中国中冶（601618）

从矿产资源看中国中冶重估价值

证券研究报告

2025 年 10 月 18 日

投资评级

行业 建筑装饰/专业工程

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 3.71 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 17,852.62

流通 A 股股本(百万股) 17,852.62

A 股总市值(百万元) 66,233.22

流通 A 股市值(百万元) 66,233.22

每股净资产(元) 5.00

资产负债率(%) 78.94

一年内最高/最低(元) 4.30/2.75

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

蹇青青 分析师
SAC 执业证书编号: S1110525060006
jianqingqing@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtao@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国中冶-半年报点评:Q2 扣非同比增长 31%，重视矿产资源价值重估》 2025-08-31
- 《中国中冶-年报点评报告:业绩短暂无承压，重视海外增长潜力及矿产资源重估前景》 2025-03-30
- 《中国中冶-季报点评:Q3 减值损失减少提振盈利水平，海外订单保持较高景气》 2024-10-30

在产矿山稳健运营，扩产+补充勘探进一步推动在手矿山高质量发展
公司的矿产资源主要集中在镍、钴、铜、铅、锌等金属品种的采矿、选矿、冶炼等领域，现有海外矿山 7 座。公司主要的三座在产矿山 2025H1 实现营收 28.2 亿元，占公司总营收的 1.2%，实现归母方利润 5.5 亿元，占公司归母净利润的 17.8%，矿产资源业务逐步成为公司稳定可持续发展的重要力量。25H1 公司三座主要在产矿山目前在手资源量为：镍 211.5 万吨/钴 21.9 万吨/铜 179.1 万吨//铅 31.4 万吨/锌 61.5 万吨，生产氢氧化镍钴含镍/氢氧化镍钴含钴/粗铜/铅精矿含铅/锌精矿含锌分别为 15534、1435、11562、5029、23331 万吨，同比分别-1.9%/-0.5%/1.2%/13.8%/5.3%。其中：1）巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿自 2012 年竣工投产以来，已形成年产 32601 吨镍和年产 3300 吨钴的生产能力，多年来保持稳产高产，目前正在推进二期扩产项目；3）公司预计巴基斯坦杜达铅锌矿将在 2025 年下半年能够实现铅锌资源量的翻倍增长。

待产矿山资源储量丰富，铜矿资源有望迎来价值重估

铜金属供需中长期存在显著缺口，矿石品位下降、成本上升和资源发现减少等将加剧铜供应短缺。IEA 在预测全球精炼铜需求在 2035 年和 2050 年将分别达到 3300、3700 万吨，而供给端到 2035 年将低于 1900 万吨，铜金属供需中长期存在显著缺口。叠加国内外宏观环境释放积极信号，铜价有望延续上涨趋势。公司对应的两座待产铜矿山：1）巴基斯坦锡亚迪克铜矿：公司持股 80%，截至 2023 年底，铜资源量 378 万吨，铜平均品位 0.302%。截至 2025H1，该项目所涉巴基斯坦相关审批程序已全部申请并基本获批，国内相关审批程序正在进行，公司正持续推进项目开发前期各项工作；2）阿富汗艾娜克铜矿：公司持股 75%，截至 2024 年底，整体资源量 1236 万吨，属于世界级特大型铜矿床，品位高。截至 2025H1，该项目正在推进前期准备工作。据阿富汗黎明新闻网报道，该项目将于 2025 年年底启动铜矿开采工程。

主业有望逐步企稳，公司或将充分受益于铜价上行周期

海外新签保持较高增长+充分计提减值释放风险，公司主业端有望逐步改善。从公司主业情况来看，2025M1-8 月新签合同同比增速-18.2%，降幅持续收窄，其中新签海外合同同比+8.9%，海外新签仍然保持较高增长。此外，公司计提资产减值+信用减值损失较为充分，2025H1 计提减值损失合计占公司总营收的比为 1.5%，后续在财政政策支持下，基建或将逐步回升，公司主业端有望逐步改善。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 61.5/66.6/72.7 亿元。远期来看，巴基斯坦锡亚迪克铜矿和阿富汗艾娜克铜矿资源储量丰富，投产后将显著增厚公司业绩，建议重视公司资产重估空间。

风险提示：宏观经济下行风险、金属价格大幅波动风险、资产减值风险、矿山开采进度不及预期、测算具有一定主观性等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	633,870.42	552,024.64	542,244.24	573,464.21	607,389.38
增长率(%)	6.95	(12.91)	(1.77)	5.76	5.92
EBITDA(百万元)	49,052.18	41,628.79	26,394.51	28,447.55	31,051.56
归属母公司净利润(百万元)	8,670.41	6,745.95	6,154.50	6,661.54	7,271.71
增长率(%)	(15.59)	(22.20)	(8.77)	8.24	9.16
EPS(元/股)	0.42	0.33	0.30	0.32	0.35
市盈率(P/E)	8.87	11.40	12.49	11.54	10.57
市净率(P/B)	0.78	0.75	0.49	0.47	0.45
市销率(P/S)	0.12	0.14	0.14	0.13	0.13
EV/EBITDA	0.44	0.56	1.34	1.06	1.06

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 在产矿山稳健运营，扩产+补充勘探进一步推动在手矿山高质量发展	3
2. 公司矿产资源充足，铜价上行周期下价值有望迎来重估	4
2.1. 铜矿供给偏紧+国内外宏观环境释放积极信号，铜价有望延续上涨趋势	4
2.2. 待产矿山资源储量丰富，铜矿资源有望迎来价值重估	5
3. 海外新签保持较高增长，充分计提减值释放风险	6
4. 风险提示	7

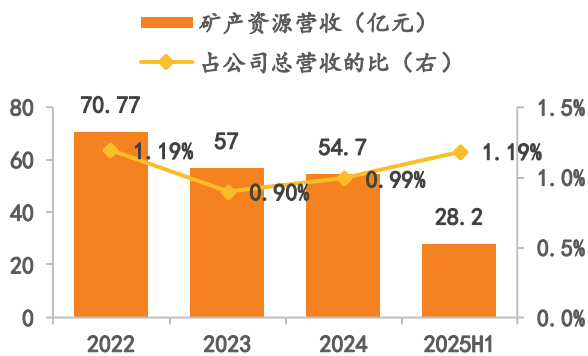
图表目录

图 1：公司主要矿产资源营收及其占比	3
图 2：公司主要矿产资源归中方利润总额及其占比	3
图 3：公司三座在产矿山生产情况（吨）	4
图 4：铜需求预测	4
图 5：铜矿供给预测	4
图 6：未来几年将出现严重的原生铜供应短缺	5
图 7：全球铜矿干扰率与铜矿生产利润率	5
图 8：LME 铜现货结算价（美元/吨）	5
图 9：锡亚迪克铜矿调研现场	6
图 10：艾娜克项目现场	6
图 11：公司新签总合同及海外新签合同累计同比	6
图 12：公司减值损失及占比	6
表 1：公司主要矿产项目情况	3

1. 在产矿山稳健运营，扩产+补充勘探进一步推动在手矿山高质量发展

矿山资源丰富，2025H1 在产矿山实现归中方利润总额占当期公司归母净利润的 17.8%。中国中冶隶属于中国五矿，作为以冶金建设为核心主业的建筑央企，公司是全球最大的冶金建设承包商和冶金企业运营服务商。构建了以冶金建设为“核心”，房建和市政基础设施为“主体”，矿产资源、工程服务、新型材料、高端装备和能源环保为“特色”的“一核心两主体五特色”多元化业务体系。公司的矿产资源主要集中在镍、钴、铜、铅、锌等金属品种的采矿、选矿、冶炼等领域，现有海外矿山 7 座。近几年来，公司主要的三座在产矿山（巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿、巴基斯坦山达克铜金矿、巴基斯坦杜达铅锌矿）贡献的营收占比在 1%左右、净利润占比在 14%左右，2025 年上半年，三座主要矿山实现营收 28.2 亿元，占公司总营收的 1.2%，实现归中方利润总额 5.5 亿元，占公司归母净利润的 17.8%，矿产资源业务逐步成为公司稳定可持续发展的重要力量。

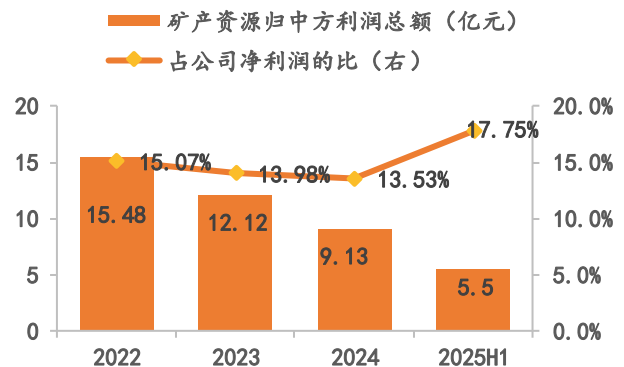
图 1：公司主要矿产资源营收及其占比



注：矿产资源仅指公司公开的三座在产矿山数据；

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 2：公司主要矿产资源归中方利润总额及其占比



注：矿产资源仅指三座在产矿山数据，其中 22 年仅为两座矿山数据；

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

在产矿山稳健运营，扩产+补充勘探进一步推动在手矿山高质量发展。2025H1 公司三座主要在产矿山目前在手资源量为：镍 211.5 万吨、钴 21.9 万吨、铜 179.1 万吨、铅 31.4 万吨、锌 61.5 万吨，生产氢氧化镍钴含镍/氢氧化镍钴含钴/粗铜/铅精矿含铅/锌精矿含锌分别为 15534/1435/11562/5029/23331 万吨，同比分别-1.9%/-0.5%/1.2%/13.8%/5.3%。其中：1）巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿自 2012 年竣工投产以来，已形成年产 32601 吨镍和年产 3300 吨钴的生产能力，多年来保持稳产高产，目前正在推进二期扩产项目；3）公司预计巴基斯坦杜达铅锌矿将在 2025 年下半年能够实现铅锌资源量的翻倍增长。

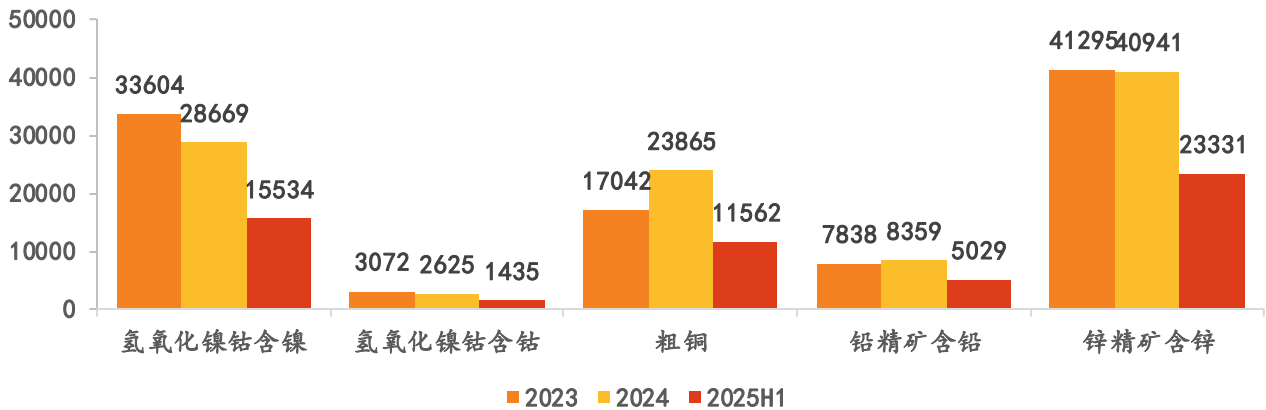
表 1：公司主要矿产项目情况

项目	金属品种	持股比例	资源量（万吨）	状态
1 巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿	镍	57%	211.46	在产
	钴		21.94	在产
2 巴基斯坦山达克铜金矿	铜	租赁经营	179.13	在产
3 巴基斯坦杜达铅锌矿	铅	79%	31.35	在产
	锌		61.47	在产
4 巴基斯坦锡亚迪克铜矿	铜	80%	378	待产
5 阿富汗艾娜克铜矿	铜	75%	1236	待产

注：锡亚迪克铜矿、艾娜克铜矿资源量数据分别来自公司 23、24 年年报，对应持股比例均来自较为早期公告/报道；其他数据均截至 25H1；

资料来源：Wind、公司公告、美好中冶微信公众号、瑞木镍钴管理(中冶)有限公司官网等，天风证券研究所

图 3：公司三座在产矿山生产情况（吨）



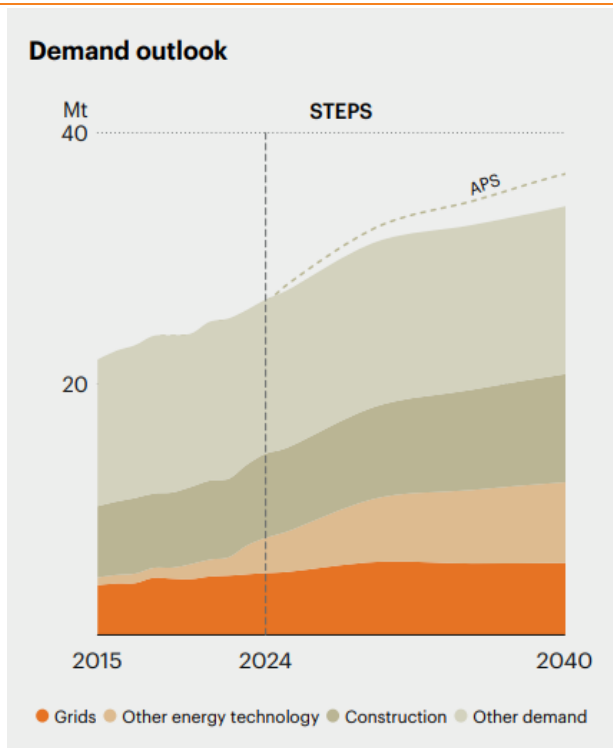
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 公司矿产资源充足，铜价上行周期下价值有望迎来重估

2.1. 铜矿供给偏紧+国内外宏观环境释放积极信号，铜价有望延续上涨趋势

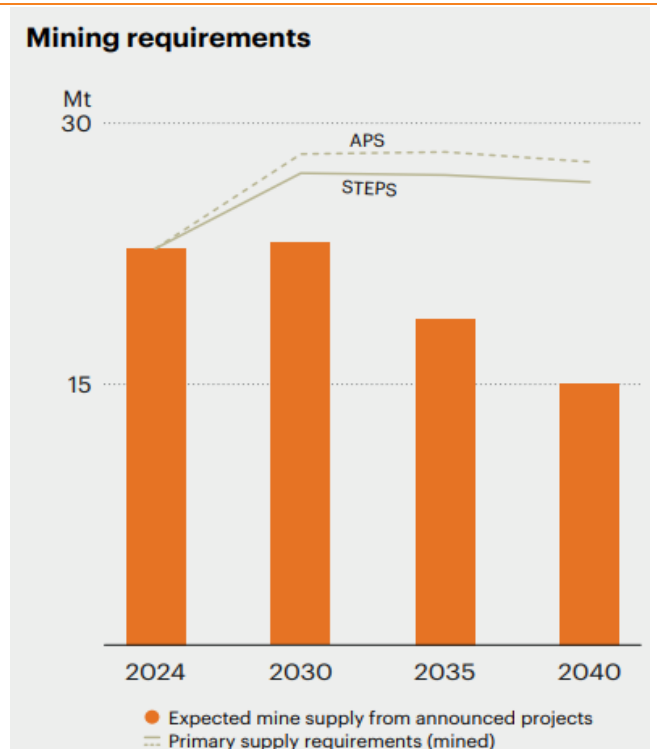
铜金属供需中长期存在显著缺口，矿石品位下降、成本上升和资源发现减少等将加剧铜供应短缺。IEA 在《Global Critical Minerals Outlook 2025》中预测全球精炼铜需求在 2035 年和 2050 年将分别达到 3300 万吨、3700 万吨，而供给端受矿石品位下降、成本上升和资源发现减少等正在推动铜供应短缺，全球铜矿供应在 21 世纪 20 年代末达到峰值后将显著下降，到 2035 年将低于 1900 万吨，铜金属供需中长期存在显著缺口。

图 4：铜需求预测



资料来源：IEA《Global Critical Minerals Outlook 2025》，天风证券研究所

图 5：铜矿供给预测

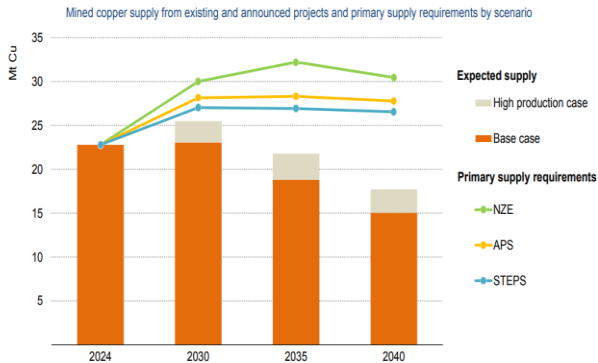


资料来源：IEA《Global Critical Minerals Outlook 2025》，天风证券研究所

铜矿供给端紧张预期持续强化，叠加国内外宏观环境释放积极信号，铜价有望延续上涨趋势。全球铜矿的干扰率仍处在历史相对高位，近期全球第二大铜矿 Grasberg 发生矿难致 Freeport 下调产量预期，宏观层面，美国联邦政府停摆及就业市场疲软，美联储降息预期升温，国内工业和信息化部等八部门印发《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，政策利好预期升温，铜价有望延续上涨趋势。

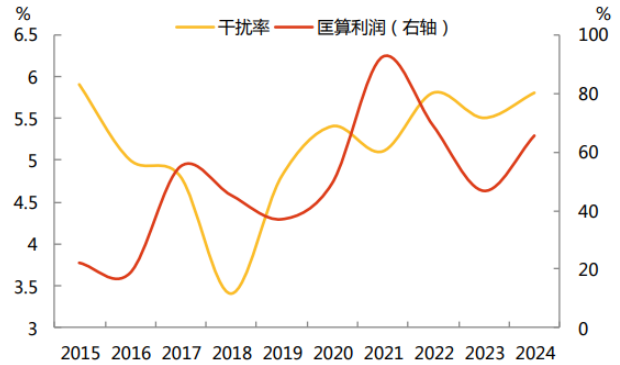
图 6：未来几年将出现严重的原生铜供应短缺

Supply: A major primary copper supply deficit develops later this decade



资料来源：IEA《Global Critical Minerals Outlook 2025》，天风证券研究所

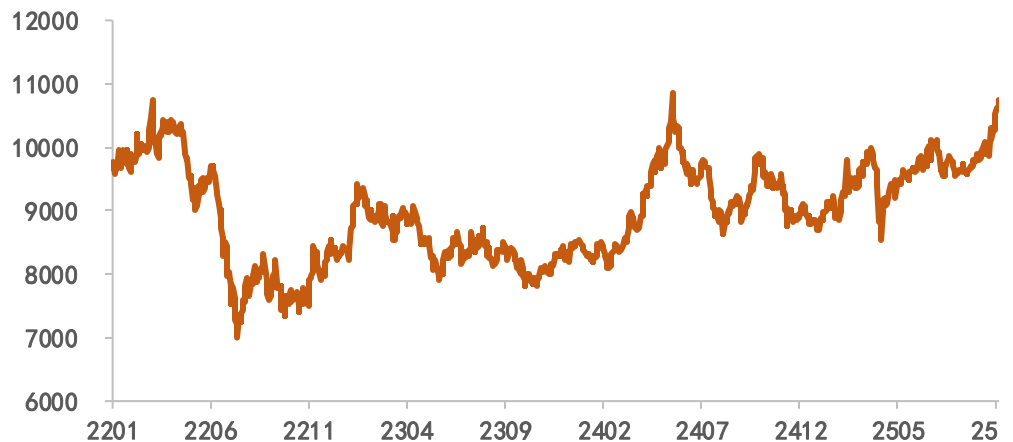
图 7：全球铜矿干扰率与铜矿生产利润率



注：铜矿生产利润率是用 LME 铜均价相对铜矿 90 分位成本线匡算；

资料来源：Wood Mackenzie，天风证券研究所

图 8：LME 铜现货结算价（美元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 待产矿山资源储量丰富，铜矿资源有望迎来价值重估

公司目前有两座待产矿山：

- 巴基斯坦锡亚迪克铜矿**：2012 年公司完成了俾路支省锡亚迪克铜矿项目 3 个采矿权的收购，截至 2023 年底，该矿共计探获铜资源量 378 万吨，铜平均品位 0.302%。截至 2025 年上半年，该项目所涉巴基斯坦相关审批程序已全部申请并基本获批，国内相关审批程序正在进行，公司正持续推进项目开发前期各项工作。
- 阿富汗艾娜克铜矿**：2008 年 7 月，中冶江铜艾娜克矿业有限公司注册成立，该公司由中冶集团和江西铜业集团有限公司共同投资设立，按照中冶江铜联合体与阿富汗矿业部签署的艾娜克矿业开发合同，负责运营艾娜克铜矿项目，中国中冶持股 75%。艾

娜克铜矿项目位于阿富汗中东部卢格尔省北端，位于喀布尔市东南部 35 公里左右。项目资源储量大（截至 2024 年底，该项目整体资源量增长到 1236 万吨），属于世界级特大型铜矿床，品位高，资源可靠，开采条件较好，综合资源优势明显。截至 2025 年上半年，中国中冶与阿富汗临时政府保持密切沟通联系，正加快推进该项目可行性研究论证、进矿道路建设等前期准备工作。艾娜克铜矿进矿道路总长约 13 公里，目前，前两个标段合计 8.9 公里的道路已竣工通车，剩余道路正在建设中。据阿富汗黎明新闻网报道，该项目将于 2025 年年底启动铜矿开采工程。

图 9：锡亚迪克铜矿调研现场



资料来源：美好中冶微信公众号，天风证券研究所

图 10：艾娜克项目现场

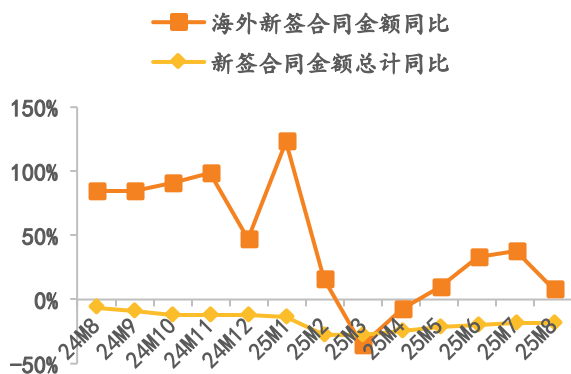


资料来源：中冶铜锌微信公众号，天风证券研究所

3. 海外新签保持较高增长，充分计提减值释放风险

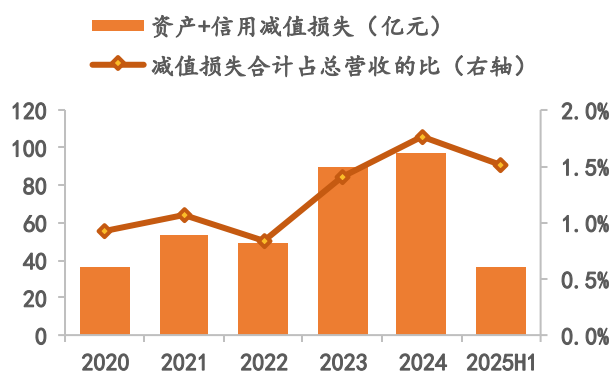
海外新签保持较高增长+充分计提减值释放风险，公司主业端有望逐步改善。从公司主业情况来看，2025 年 1-8 月新签合同 6795.7 亿元，较上年同期降低 18.2%，降幅持续收窄，其中新签海外合同 642.2 亿元，较上年同期增长 8.9%，海外新签仍然保持较高增长。受国内地产行业调整影响，公司业绩自 2023 年以来承压下行，但公司计提资产减值+信用减值损失较为充分，2025 年上半年计提减值损失合计占公司总营收的比为 1.5%，后续在超长期特别国债等财政政策支持下，助力基建逐步回升，公司主业端有望逐步改善。

图 11：公司新签总合同及海外新签合同累计同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：公司减值损失及占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

综合以上分析,我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 61.5/66.6/72.7 亿元,其中,2025 年上半年公司矿产资源(3 座在产矿山)贡献 5.5 亿元,全年预计 11 亿元,公司主业对应利润 50.5 亿元。远期来看,巴基斯坦锡亚迪克铜矿和阿富汗艾娜克铜矿资源储量丰富,投产后将显著增厚公司业绩,建议重视公司资产重估空间。

4. 风险提示

- 1、**宏观经济下行风险。**受地缘政治、局部战争、通胀、债务等因素影响,国际环境不确定性较高,或将对大宗商品等价格产生不利影响。
- 2、**金属价格大幅波动风险。**公司海外矿产资源较多,若金属价格发生大幅波动,则对公司经营业绩产生较大影响。
- 3、**资产减值风险。**公司在手的建筑资产若发生大额减值,对公司业绩或有较大影响。此外,若工程回款节奏低于预期致账期拉长,或信用减值损失规模或明显增加。
- 4、**矿山开采进度不及预期风险。**巴基斯坦锡亚迪克铜矿和阿富汗艾娜克铜矿正在开发中,未来存在不确定性风险。
- 5、**测算具有一定主观性。**本文中的盈利预测均给予相应的假设条件,具有一定的主观性,实际情况可能会和测算结果不一致。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	44,440.27	52,558.85	108,448.85	114,692.84	121,477.88
应收票据及应收账款	135,620.97	218,359.78	233,510.43	196,587.73	208,338.52
预付账款	33,120.92	22,793.33	32,105.47	25,930.12	35,512.45
存货	80,075.51	75,593.13	77,248.44	84,326.13	86,733.68
其他	190,876.28	230,462.08	191,241.55	231,369.12	196,210.29
流动资产合计	484,133.95	599,767.17	642,554.73	652,905.94	648,272.81
长期股权投资	36,236.40	38,078.76	39,678.76	41,078.76	42,362.76
固定资产	27,725.93	27,423.33	25,443.34	23,290.11	21,109.41
在建工程	3,830.58	5,494.00	5,835.20	6,108.16	6,326.53
无形资产	22,849.85	33,639.59	41,530.09	50,820.59	60,461.10
其他	86,825.53	103,612.91	108,809.85	114,358.99	120,246.17
非流动资产合计	177,468.29	208,248.59	221,297.24	235,656.61	250,505.96
资产总计	661,602.24	808,015.76	863,851.97	888,562.55	898,778.78
短期借款	28,220.28	33,853.84	82,888.52	91,651.19	103,202.77
应付票据及应付账款	272,111.23	365,232.45	369,001.96	349,689.51	350,322.18
其他	148,486.93	174,543.61	160,440.43	190,955.36	178,293.66
流动负债合计	448,818.44	573,629.90	612,330.90	632,296.06	631,818.61
长期借款	34,168.79	40,311.53	51,640.77	51,785.58	53,753.05
应付债券	3,300.00	4,000.00	3,650.00	1,600.00	3,083.33
其他	7,323.84	7,738.46	8,125.38	8,531.65	8,958.23
非流动负债合计	44,792.63	52,049.99	63,416.15	61,917.23	65,794.62
负债合计	493,611.07	625,679.89	675,747.05	694,213.29	697,613.23
少数股东权益	22,510.98	29,292.77	30,138.22	31,053.33	32,052.25
股本	20,723.62	20,723.62	20,723.62	20,723.62	20,723.62
资本公积	22,582.22	23,460.67	23,460.67	23,460.67	23,460.67
留存收益	53,251.10	56,482.72	61,406.32	66,735.55	72,552.92
其他	48,923.24	52,376.09	52,376.09	52,376.09	52,376.09
股东权益合计	167,991.17	182,335.87	188,104.92	194,349.26	201,165.55
负债和股东权益总计	661,602.24	808,015.76	863,851.97	888,562.55	898,778.78

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	11,406.11	7,904.33	6,154.50	6,661.54	7,271.71
折旧摊销	4,064.97	4,489.13	5,245.69	6,087.17	6,819.24
财务费用	1,796.17	2,477.60	1,925.47	2,400.15	3,460.95
投资损失	(592.48)	(105.40)	1,205.53	1,446.63	1,518.96
营运资金变动	(9,817.03)	17,720.17	(4,959.37)	3,733.22	(4,506.80)
其它	(965.93)	(24,638.14)	715.71	1,036.34	1,049.54
经营活动现金流	5,891.80	7,847.70	10,287.53	21,365.06	15,613.59
资本支出	11,362.23	17,970.77	12,815.48	14,411.13	15,170.82
长期投资	4,372.70	1,842.37	1,600.00	1,400.00	1,284.00
其他	(22,459.43)	(29,395.17)	(25,459.20)	(33,828.44)	(35,120.75)
投资活动现金流	(6,724.50)	(9,582.03)	(11,043.72)	(18,017.31)	(18,665.93)
债权融资	10,429.26	18,516.32	58,088.44	4,457.33	11,541.44
股权融资	17,707.49	3,170.77	(1,442.26)	(1,561.08)	(1,704.07)
其他	(26,980.62)	(10,627.27)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,156.12	11,059.82	56,646.18	2,896.25	9,837.37
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	323.42	9,325.50	55,890.00	6,243.99	6,785.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	633,870.42	552,024.64	542,244.24	573,464.21	607,389.38
营业成本	572,456.85	498,543.59	489,489.61	517,457.86	547,835.24
营业税金及附加	1,921.07	2,156.09	2,117.89	2,354.52	2,368.82
销售费用	3,169.32	3,063.32	3,009.04	3,182.29	3,370.55
管理费用	12,360.31	11,830.60	11,620.99	12,290.07	13,017.13
研发费用	19,730.40	16,406.23	15,725.08	16,630.46	17,189.12
财务费用	989.12	1,078.71	1,925.47	2,400.15	3,460.95
资产/信用减值损失	(8,949.11)	(9,734.38)	(8,887.98)	(8,516.00)	(8,246.33)
公允价值变动收益	(314.22)	(377.21)	(341.11)	(107.54)	(199.12)
投资净收益	(1,487.35)	(1,354.53)	(1,205.53)	(1,446.63)	(1,518.96)
其他	1,223.17	1,602.89	341.11	107.54	199.12
营业利润	13,715.84	9,082.90	8,262.65	9,186.23	10,382.29
营业外收入	288.79	453.58	453.58	200.00	50.00
营业外支出	239.85	281.95	281.95	289.00	289.00
利润总额	13,764.77	9,254.54	8,434.29	9,097.23	10,143.29
所得税	2,358.66	1,350.21	1,222.97	1,291.81	1,622.93
净利润	11,406.11	7,904.33	7,211.32	7,805.42	8,520.37
少数股东损益	2,735.70	1,158.38	1,056.82	1,143.88	1,248.66
归属于母公司净利润	8,670.41	6,745.95	6,154.50	6,661.54	7,271.71
每股收益 (元)	0.42	0.33	0.30	0.32	0.35

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.95%	-12.91%	-1.77%	5.76%	5.92%
营业利润	-10.85%	-33.78%	-9.03%	11.18%	13.02%
归属于母公司净利润	-15.59%	-22.20%	-8.77%	8.24%	9.16%
获利能力					
毛利率	9.69%	9.69%	9.73%	9.77%	9.80%
净利率	1.37%	1.22%	1.14%	1.16%	1.20%
ROE	5.96%	4.41%	3.90%	4.08%	4.30%
ROIC	11.09%	8.39%	8.08%	8.54%	9.97%
偿债能力					
资产负债率	74.61%	77.43%	78.22%	78.13%	77.62%
净负债率	17.44%	22.36%	23.87%	23.42%	26.71%
流动比率	1.08	1.05	1.05	1.03	1.03
速动比率	0.90	0.91	0.92	0.90	0.89
营运能力					
应收账款周转率	5.41	3.12	2.40	2.67	3.00
存货周转率	7.92	7.09	7.10	7.10	7.10
总资产周转率	1.02	0.75	0.65	0.65	0.68
每股指标 (元)					
每股收益	0.42	0.33	0.30	0.32	0.35
每股经营现金流	0.28	0.38	0.50	1.03	0.75
每股净资产	4.73	4.94	7.62	7.88	8.16
估值比率					
市盈率	8.87	11.40	12.49	11.54	10.57
市净率	0.78	0.75	0.49	0.47	0.45
EV/EBITDA	0.44	0.56	1.34	1.06	1.06
EV/EBIT	0.47	0.62	1.67	1.35	1.35

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/或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/或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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com