

材料时代的隐形冠军 ——散落的明珠

分析师及联系人

• 王鹤涛

(8621)61118772

wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号:

S0490512070002

• 赵超

(8621)61118772

zhaochao1@cjsc.com.cn

执业证书编号:

S0490519030001

• 易轰

(8621)61118772

yihong@cjsc.com.cn

执业证书编号:

S0490520080012

• 许红远

(8621)61118772

xuhy3@cjsc.com.cn

执业证书编号:

S0490520080021

MAIN POINTS OF REPORT

报告日期 2021-08-05
行业研究 深度报告
评级 中性 | 维持

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
603995	甬金股份	买入
603979	金诚信	买入
002318	久立特材	买入

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《关于“再提保供稳价，纠正运动式减碳”的思考——第二轮拐点？》 2021-08-01
- 《减产行情继续发酵，Q2高温合金和加工增仓显著》 2021-07-25
- 《博弈行情如期先行，减产落地需后期观测》 2021-07-18

钢铁

材料时代的隐形冠军——散落的明珠

● 材料时代的隐形冠军：迈向集中的伟大时代

本篇专题我们重点解读材料时代的隐形冠军，以探寻各行业散落的明珠。当前宏观周期有几点有别于以往：**1、从追寻宏观β到追随行业α**：与以往需求波动较大的宏观环境不同，近几年来需求层面的扁平化大幅削弱产业周期性，而供给侧改革与环保的助力则进一步加剧了各个产业内部洗牌与头部公司α的凸显；**2、隐形冠军多数具备无形壁垒，或品牌或成本**：在制造业各个细分子领域中，尤其是在行业增速有所放缓的领域，伴随着行业内部竞争的加剧，头部公司开始凭借自身极强的比较优势而实现份额的扩大，这一过程要么伴随着与客户深度绑定的品牌认知度，要么同质化领域多演变为成本之争，**剩者为王的特征，开始在一大批行业凸显。**

● 加工稳健洞穿周期，低成本高周转为轴

金属材料相关的子领域集中分布在加工环节，**加工环节存在的意义，在于下游需求较为小众且分散，同时具备一定的精细化要求**，对上游重资产的冶炼环节而言，是一个有效的补充，不可或缺。**这一领域胜出的公司多数具备几个特点**：1、凭借成本加成模式，毛利率相比采矿与冶炼更稳健；2、伴随行业内洗牌的加剧与集中度提升，龙头公司毛利率的中枢与稳定性较以往均有所提升；3、增长主要来自份额的扩张。

● 加工赛道：铝>不锈钢>铜

以全球四十年商品周期发展来看，金属材料的迭代有几个变化：**1、产业结构升级，需求导向变化从粗放到高端、精细**：后工业化时代，一是需求结构更多从建筑向制造崛起倾斜，二是各行业都在进行升级优化，不锈钢、铝因符合高端升级思路，且制造业占需求的比重分别高达 80%、60%而景气长期受益；**2、从行业格局对比看，铝>不锈钢>铜**：以头部与尾部企业开工率之差来看，铝、不锈钢、铜管，分别为 50%、40%、10%。**扁平化周期下，格局更重于需求弹性，因此铝加工赛道强于不锈钢，强于铜。**

● 优质隐形冠军脱颖而出：强者恒强，剩者为王

考虑到产品结构与经营模式等差异，我们选取 ROE 为核心指标，**优选 ROE 高于同行、稳定性不断提升的隐形冠军标的**，其共性总结为几个特点：**1、份额扩张保障盈利稳健增长**：伴随毛利率提升与份额扩大，年均复合增速均可达 20-30%甚至更高；**2、毛利率的稳定性与中枢持续改善**：中小公司的退出出清，使得行业格局优化，龙头公司普遍在争夺份额的同时加大了产品升级与降本增效的力度，毛利率稳定性与中枢不断提升；**3、普遍估值较低**。建议关注：**1、明泰铝业**：优质民营铝板带箔加工行业龙头，全国市占率约 9%：优化成本与提升产品附加值并举；**2、甬金股份**：不锈钢冷轧加工的民营强者，全国市占率达 11%，总资产周转率高于同行近 3 倍，海内外扩张支撑盈利有望快速成长；**3、金诚信**：国内一体化矿山服务龙头企业，建立“服务+资源”业务新模式；**4、久立特材**：国内不锈钢钢管高端民营龙头。

风险提示：

1. 终端需求大幅波动；
2. 商品价格剧烈波动。

目录

材料时代的隐形冠军：迈向集中的伟大时代	5
碳中和逐步落地，扁平化周期来临	5
格局重于需求弹性，淡化 β 寻找 α	8
加工稳健洞穿周期，低成本高周转为轴	9
本质：成本加成赚取加工费，经营稳健	9
管理：精细化需求，低成本高周转为轴	10
加工赛道：铝>不锈钢>铜	10
需求：深耕制造替代，不锈钢和铝相对靓丽	11
格局：铝和不锈钢，洗牌出清更彻底	12
铝：头尾开工率之差高达 50%	13
不锈钢：头尾开工率之差达 40%	13
铜管：头尾开工率之差达 10%	14
优质隐形冠军脱颖而出：强者恒强，剩者为王	15
加工强者 ROE 领先，崭露头角	15
明泰铝业：低成本升级扩张，以成长穿越周期	18
甬金股份：不锈钢加工强者，快速扩张支撑稳增	22
金诚信：矿服稳增长+资源将放量，成长正当时	25
久立特材：高端不锈钢钢管龙头，稳中有升	28

图表目录

图 1：国内外需求结构分化，构筑整体终端扁平化	5
图 2：中美工业周期将于下半年呈现交错，海外延续上行，国内开始转弱（所有指标均百分位化，上图为中国工业数据，下图为美国工业数据）	6
图 3：我国历年分行业碳排放量来看，电力、钢铁、建材、石油和有色占比较大（单位：百万吨）	7
图 4：国内钢铁单位能耗相比海外先进水平仍存差距	8
图 5：供给端优化，带来周期中枢提高与波动率减弱	8
图 6：钢铁和工业金属基金重仓股今年超额收益相对突出（更新至 20210805）	9
图 7：库存使得上游需求弹性大于中游，大于下游	10
图 8：产业链一体化与独立加工型模式的核心差异在于产品多元化	10
图 9：1980 年至 2020 年不锈钢产量年均复合增速明显超过其余主要金属	11
图 10：全球不锈钢需求以金属制品、机械、建筑为主	12
图 11：中国不锈钢需求以厨具家电、建筑装饰、制造业为主	12
图 12：电解铝终端下游需求分布：地产为本，基建为辅	12
图 13：近年不锈钢、铝和铜的材产量与坯比值整体下行，意味着加工环节地位逐步提升	13

图 14: 近年全国铝板带箔产量增速缓慢	13
图 15: 近年全国铝板带箔开工率, 大型企业与中小型企业分化扩大	13
图 16: 甬金股份产能利用率明显高于运铝钢铁	14
图 17: 甬金股份产能利用率处于行业领先水平	14
图 18: 小型铜板带箔企业开工率较高	15
图 19: 大型铜管企业开工率明显高于行业整体水平	15
图 20: 明泰铝业近年 ROE 快速提升, 且明显领先行业水平 (2021Q1 采用简单年化)	16
图 21: 甬金股份近年 ROE 整体高于太钢不锈钢和运铝钢铁 (2021Q1 采用简单年化)	16
图 22: 久立特材近年 ROE 超过同行 (武进不锈 2021Q1 采用年化, 久立特材用 2021H1 年化)	17
图 23: 铜加工标的 ROE 整体较低, 海亮股份相对突出 (2021Q1 采用简单年化)	17
图 24: 金诚信 ROE 整体高于同行 (2021Q1 采用简单年化)	18
图 25: 公司铝板带箔产量年均复合增长率达 15% (单位: 万吨)	18
图 26: 公司再生铝项目扩建后总体成材率达 89%	19
图 27: 明泰铝业(1+4)热连轧生产线吨投资额显著低于竞争对手 (单位: 元)	20
图 28: 明泰铝业总资产周转率明显高于同行	20
图 29: 公司吨燃料与动力费用低于竞争对手 (单位: 元/吨)	21
图 30: 公司铝板带箔产能利用率远高于行业平均开工率	21
图 31: 公司在建铝加工项目向高端化迈进	22
图 32: 公司宽幅和精密收入占比分别为 93% 和 6%	22
图 33: 公司宽幅和精密毛利占比分别为 75% 和 21%	22
图 34: 广东甬金宽幅冷轧不锈钢吨投资明显低于行业水平	23
图 35: 江苏甬金精密冷轧不锈钢吨投资明显低于行业水平	23
图 36: 甬金股份产能利用率明显高于运铝钢铁	23
图 37: 甬金股份产能利用率处于行业领先水平	23
图 38: 近年甬金股份吨钢扣非净利润明显高于运铝钢铁	24
图 39: 青拓上克被甬金收购后净利率明显改善	24
图 40: 公司最新在建或拟建的新增产能一览	25
图 41: 金诚信主营业务集中于非煤地下矿产开发服务领域	25
图 42: 金诚信主营业务集中于矿山设计研究、矿山建设、矿山采矿运营	26
图 43: 自然崩落法典型方案立体图	26
图 44: 金诚信境内项目平均金额上升	27
图 45: 金诚信境外项目平均金额上升	27
图 46: 公司钢管产量逐年稳步攀升 (单位: 吨)	29
图 47: 2016 年市占率久立特材位列第一, 武进不锈位列第二	30
图 48: 截至 2021H1, 公司最新目前在投项目进展一览	30
表 1: 金诚信 2016-2020 在建项目统计	27
表 2: 金诚信资源毛利测算	28
表 3: 公司在主要下游企业中的供应商	28

材料时代的隐形冠军：迈向集中的伟大时代

本篇专题我们重点解读材料时代的隐形冠军，以探寻各行业散落的明珠。当前宏观周期有几点有别于以往：**1、从追寻宏观 β 到追随行业 α ：**与以往需求波动较大的宏观环境不同，近几年来需求层面的扁平化大幅削弱产业周期性，而供给侧改革与环保的助力则进一步加剧了各个产业内部洗牌与头部公司 α 的凸显；**2、隐形冠军多数具备无形壁垒，或品牌或成本：**在制造业各个细分子领域中，尤其是在行业增速有所放缓的领域，伴随着行业内部竞争的加剧，头部公司开始凭借自身极强的比较优势而实现份额的扩大，这一过程要么伴随着与客户深度绑定的品牌认知度，要么同质化领域多演变为成本之争，剩者为王的特征，开始在一大批行业凸显。

碳中和逐步落地，扁平化周期来临

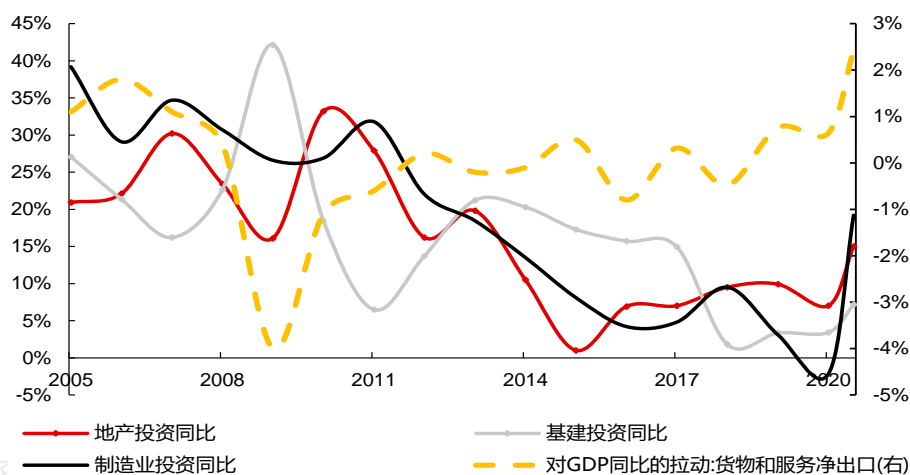
目前金属周期与以往最大的不同，来自于供需两端的波动性在减弱，即周期在扁平化。

从需求来看，国内地产持续赶工周转支撑近年地产投资开工需求韧性，有效对冲 2018 年-2020 年贸易摩擦导致的制造业需求回落；行至当下，尽管，地产和基建等建筑终端景气有所回落，但是，出口旺盛和工业转型升级，共同推动制造业需求明显更胜一筹。

从国内外分化来看，我们年初判断：中国制造业复苏处 35%分位中继续加速向上，美国制造业复苏处 15%分位筑底拐头向上，前三季度，中美共振大宗普涨，第三季度开始，中国或逐步筑顶动能放缓，海外延续上升态势，从边际驱动看，海外强于国内，目前基本得以印证。

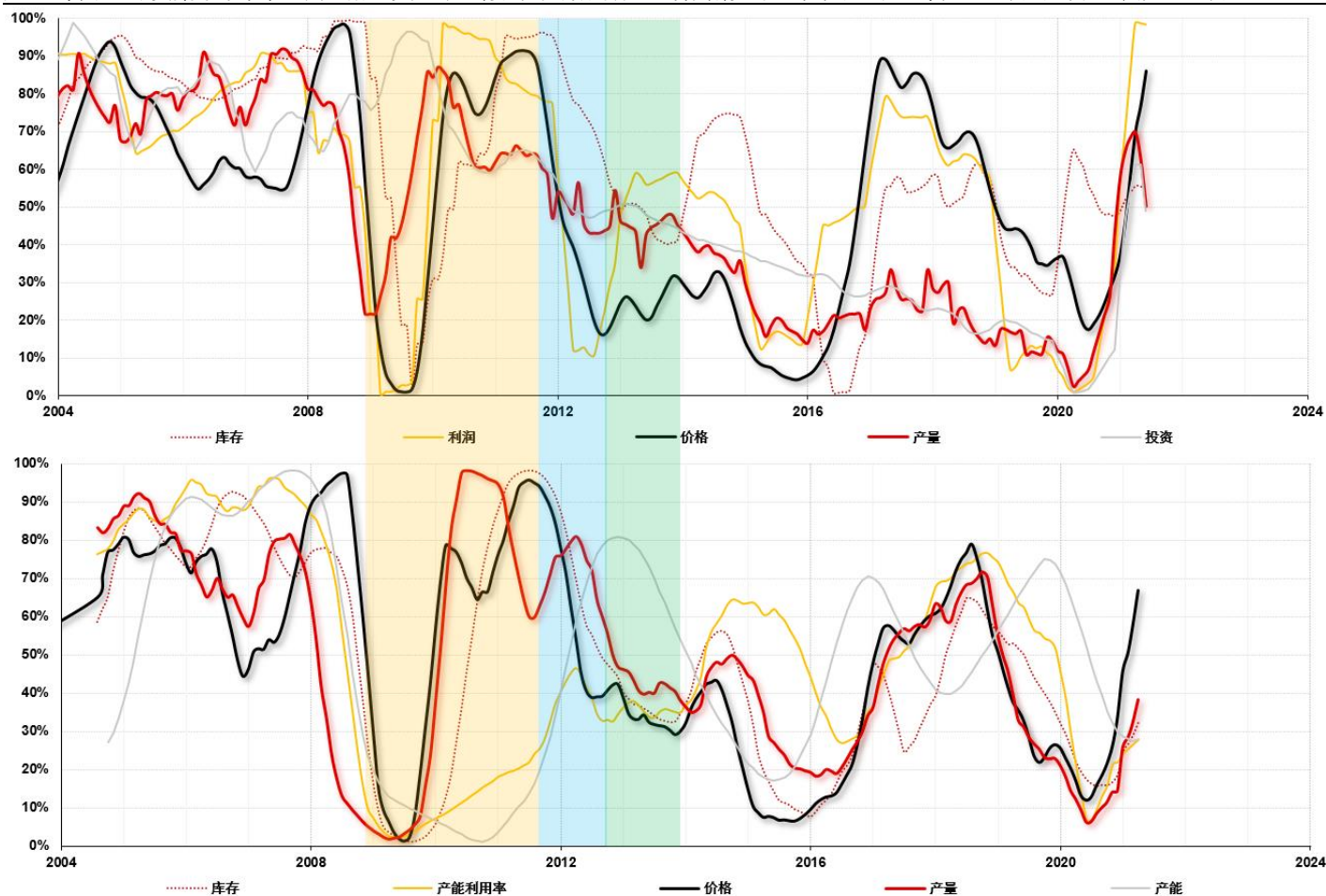
因此，国内建筑与制造的分化，以及海内外需求的分化，这两重范畴景气分化，共同支撑周期需求趋于扁平化。

图 1：国内外需求结构分化，构筑整体终端扁平化



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：中美工业周期将于下半年呈现交错，海外延续上行，国内开始转弱（所有指标均百分位化，上图为中国工业数据，下图为美国工业数据）



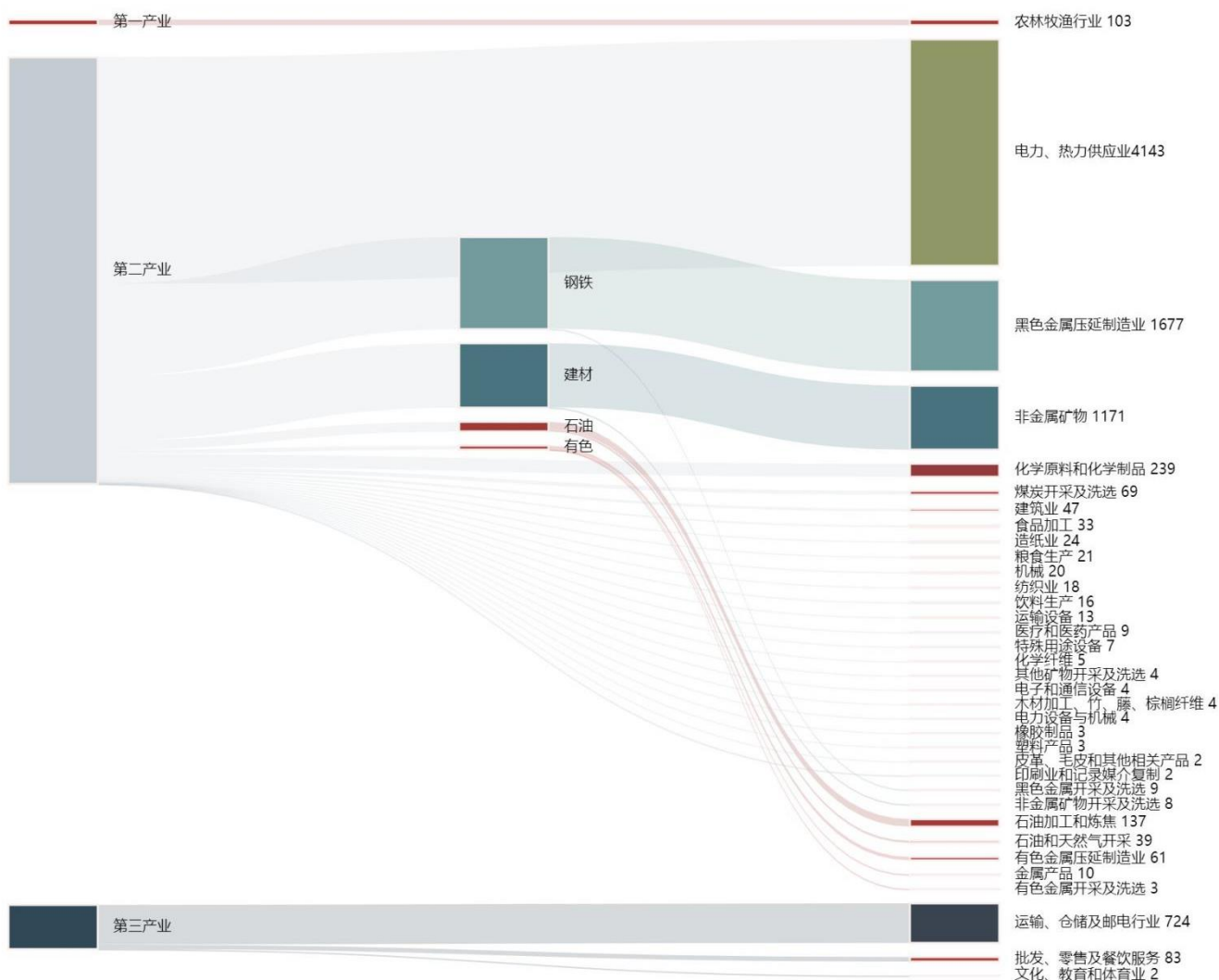
资料来源：Wind，长江证券研究所

从供给端来看，即便未来中长期海内外需求中枢在波动收敛过程中逐步下移，但是随着“碳达峰碳中和”战略目标逐步落地，商品的供给亦将趋于紧平衡状态。

国内，原本已经经历了一轮供给侧改革与环保洗牌的大宗金属商品，多数行业从严重过剩开始过渡到供给刚性阶段；美国制造业 2019 年步入衰退，高产能高库存的特征原本应该需要更长的时间来出清，但疫情冲击令供给端短期面临了一个巨大冲击而迅速调整。中国钢铁行业碳排放量占全国碳排放总量的 15% 左右，是制造业 31 个门类中碳排放量最大行业，电解铝的单吨碳排放大约是钢铁的 6.2 倍，我国电解铝碳排放量达 4.3 亿吨，约占全国总碳排放量的 5%。

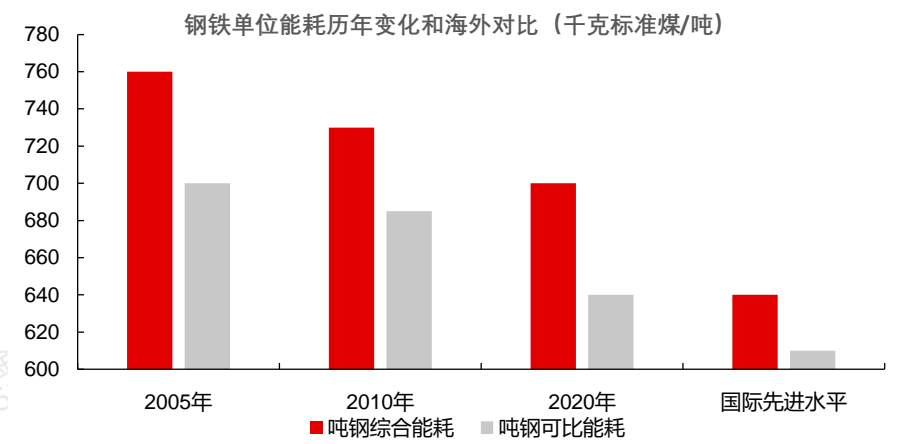
因此，随着“碳达峰碳中和”等战略实施，钢铁、铝等碳排放较高的领域供给刚性优势有望脱颖而出。

图 3：我国历年分行业碳排放量来看，电力、钢铁、建材、石油和有色占比较大（单位：百万吨）



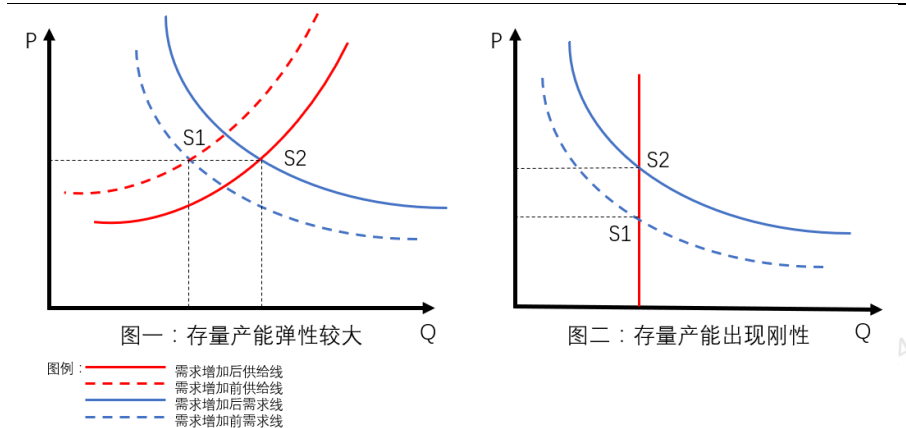
资料来源：CEADs，长江证券研究所

图 4：国内钢铁单位能耗相比海外先进水平仍存差距



资料来源：发改委《节能中长期专项规划》，中国能源研究会《能源政策研究》，长江证券研究所

图 5：供给端优化，带来周期中枢提高与波动率减弱

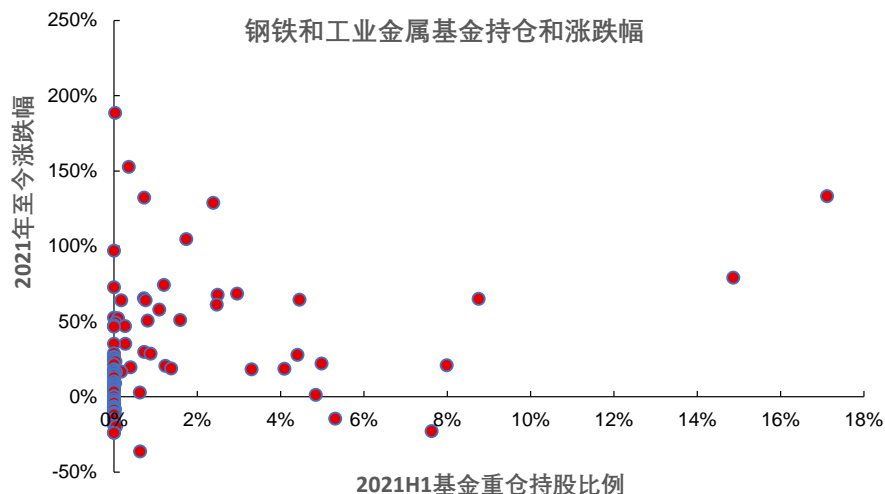


资料来源：长江证券研究所

格局重于需求弹性，淡化 β 寻找 α

扁平化时代下，传统周期品的研究定位和视角开始发生变化：**高贝塔时代，重总量轻行业；陆续转向了高阿尔法时代，淡化宏观层面的拐点和预期之差判断，而转向真正寻找能够穿越周期具备足够相对比较优势的好公司。**而历经了过往长达十年以上冰与火淬炼的传统产业，行业内优质龙头类公司，往往开始在行业内格局与地位陆续固化，未来大概率将演绎强者恒强、剩者为王的局面，其头部优质公司的阿尔法已经开始具备了不弱于优势赛道内好公司的竞争力。这就意味着，从交易层面对投资者来说，原本就不是主仓位配置的周期类行业，在贝塔又被大幅削弱的长周期宏观背景下，过分纠结短期所谓的预期之差与拐点性价比在大幅降低，莫不如立足产业选择头部优质 α 公司。

图 6：钢铁和工业金属基金重仓股今年超额收益相对突出（更新至 20210805）



资料来源：Wind，长江证券研究所

加工稳健洞穿周期，低成本高周转为轴

金属材料相关的子领域集中分布在加工环节，加工环节存在的意义，在于下游需求较为小众且分散，同时具备一定的精细化要求，对上游重资产的冶炼环节而言，是一个有效的补充，不可或缺。这一领域胜出的公司多数具备几个特点：

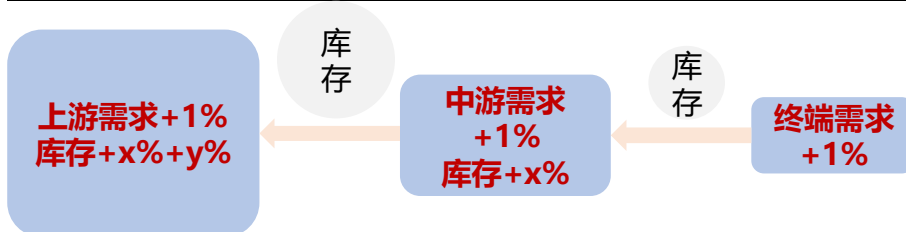
- 1、凭借成本加成模式，毛利率相比采矿与冶炼更稳健；
- 2、伴随行业内洗牌的加剧与集中度提升，龙头公司毛利率的中枢与稳定性较以往均有所提升；
- 3、增长主要来自份额的扩张。

本质：成本加成赚取加工费，经营稳健

就产业链各环节的需求弹性而言，理论上，根据长尾效应，贸易商和厂商库存会逐级放大对应需求幅度，假设终端需求提升 1%，中游需求将提升 $1\%+x\%$ ，上游需求将提升 $1\%+x\%+y\%$ ，因此，最终各环节的需求上升弹性呈现上游>中游>下游的序列。

对于贴近于终端环节的独立加工企业而言，其经营弹性明显弱于其上游的冶炼和原料环节。除了靠近终端使得库存扰动较小之外，独立加工企业的成本加成定价模式使其价格或毛利相对刚性，相比之下，量弹性更为丰厚。

图 7：库存使得上游需求弹性大于中游，大于下游



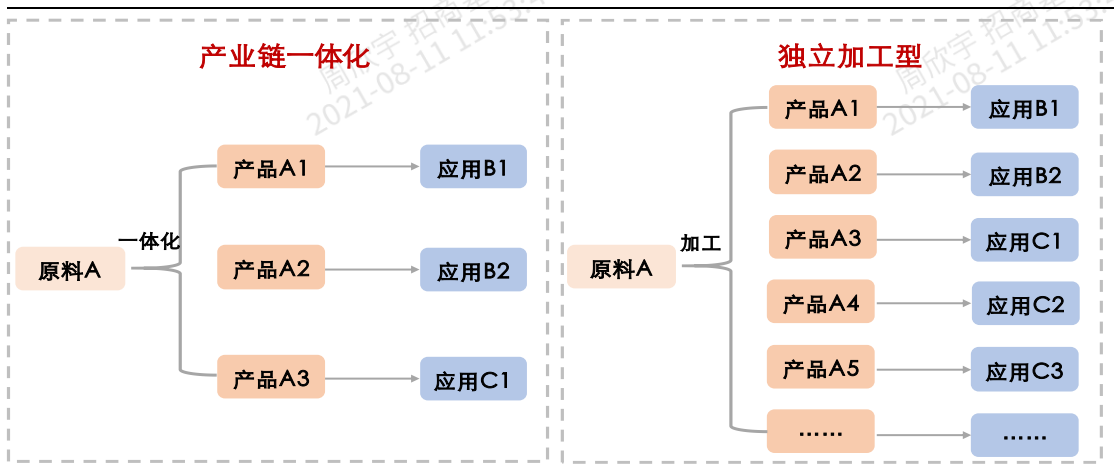
资料来源：长江证券研究所

管理：精细化需求，低成本高周转为核心

中小加工企业之所以存在的核心，在于其下游往往小众分散且存在较高的精细化需求，以至于其上游的重资产冶炼加工需要依赖此缓冲环节。众多不同领域应用催生不同的产品需求，而企业生产经营水平相对有限，因此以一种或者一大类应用为基础的独立加工企业应运而生。如钢管行业，下游分散于油气开采、炼化、油气运输、建筑、电力等，且这些领域相对于上游钢铁产业相对小众，不同客户的定制化需求催生涌现不同类的加工企业，如开采无缝管类、炼化不锈钢钢管类、运输焊管类等。

金属工艺大致可分为前端冶炼和后端加工环节，全产业链的核心在于成本管控。具体差异在于：前端冶炼环节属于重资产、连续规模化批产模式，因此矿石资源和冶炼技术工艺产生的成本差别较大；相比之下，后端加工属于轻资产、精细化、多元化模式，成本差异体现在设备等多维成本控制，以及经营周转效率。

图 8：产业链一体化与独立加工型模式的核心差异在于产品多元化



资料来源：长江证券研究所

加工赛道：铝>不锈钢>铜

以全球四十年商品周期发展来看，金属材料的迭代有几个变化：**1、产业结构升级，需求导向变化从粗放到高端、精细**：后工业化时代，一是需求结构更多从建筑向制造崛起

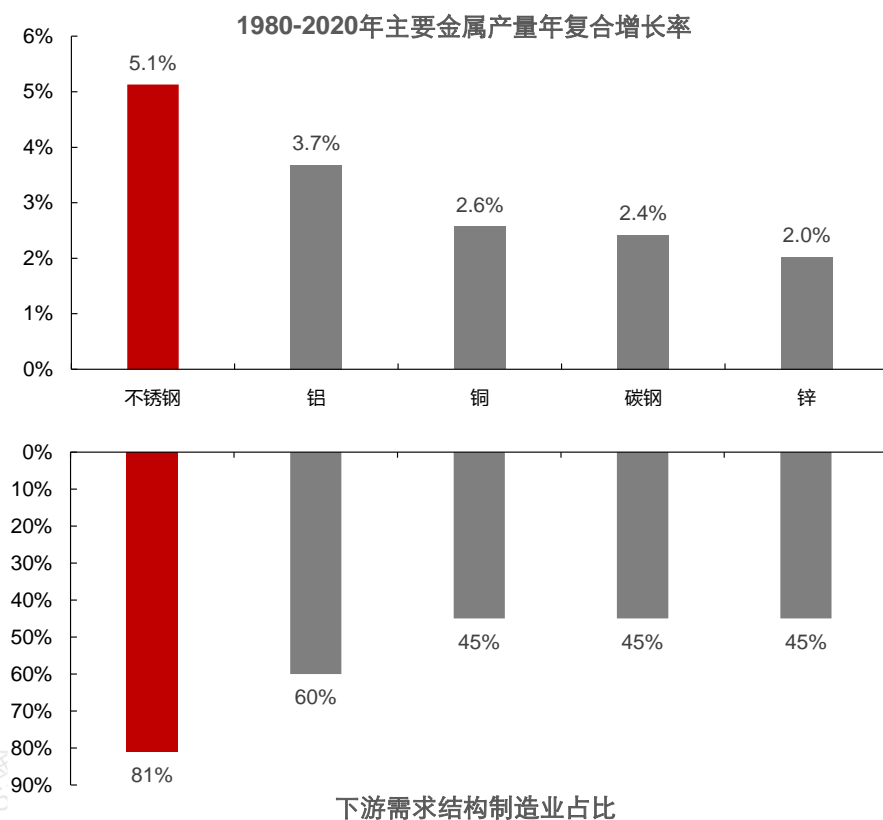
倾斜，二是各行业都在进行升级优化，不锈钢、铝因符合高端升级思路，且制造业占需求的比重分别高达 80%、60%而景气长期受益；**2、从行业格局对比看，铝>不锈钢>铜**：以头部与尾部企业开工率之差来看，铝、不锈钢、铜管，分别为 50%、40%、10%。**扁平化周期下，格局更重于需求弹性，因此铝加工赛道强于不锈钢，强于铜。**

需求：深耕制造替代，不锈钢和铝相对靓丽

后工业化时代逐步来临，我们希冀寻找相对景气的细分金属赛道，方能穿越周期波动。复盘全球近四十年的金属商品周期，我们发现不锈钢和铝脱颖而出。1980 年至 2020 年，不锈钢、铝、铜、碳钢和锌的全球产量年均复合增速分别为 5.1%、3.7%、2.6%、2.4%和 2.0%。

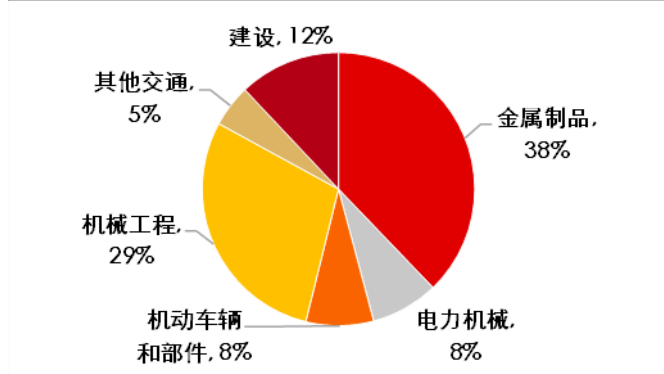
不锈钢和铝领先其余品种快速发展的背后，与其深耕制造业密切相关。随着发达国家进入后工业化时代，其产业结构重心从传统建筑逐步切换至制造业，且制造业内部结构亦升级高端化，因此高端制造为主体的产业链成为后工业化时代的关键支撑。因此，金属商品周期强弱亦与制造业强挂钩，不锈钢是这五大金属中，制造业占需求结构比重最大的领域（约 80%），其次，铝的制造业需求占比约 60%，叠加不锈钢和铝跟随工业升级而具备替代性。因此，其发展速度更为领先，其次为铜、碳钢和锌。

图 9：1980 年至 2020 年不锈钢产量年均复合增速明显超过其余主要金属



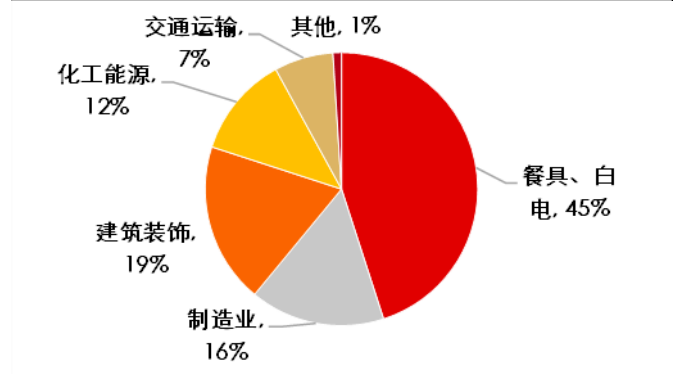
资料来源：ISSF，长江证券研究所

图 10：全球不锈钢需求以金属制品、机械、建筑为主



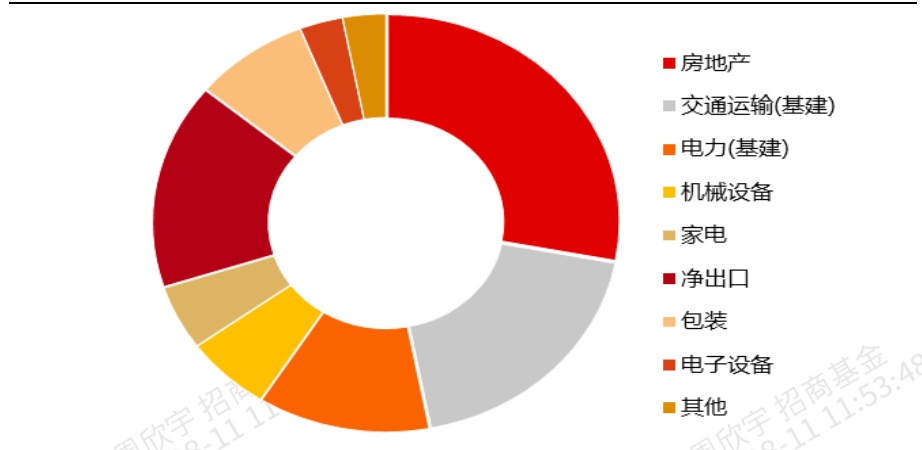
资料来源：ISSF，长江证券研究所

图 11：中国不锈钢需求以厨具家电、建筑装饰、制造业为主



资料来源：中国特钢协会不锈钢分会，长江证券研究所

图 12：电解铝终端下游需求分布：地产为本，基建为辅



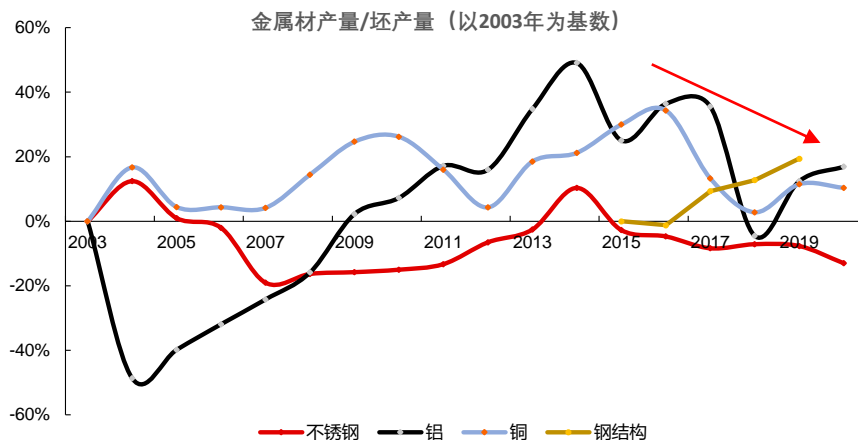
资料来源：Wind，长江证券研究所

格局：铝和不锈钢，洗牌出清更彻底

从产业竞争格局来看，不锈钢和铜铝加工环节地位近年整体有所提升。我们构建金属加工材产量与坯产量比例这个指标，以反映金属加工环节相对其上游冶炼环节的地位强弱，毕竟在同一产业链，供给越少，竞争格局和议价能力更为强势。

从数据来看，不锈钢和铝行业的材/坯比例从 2014 年见顶后步入下行通道，铜的材/坯比例在 2016 年见顶后开始回落，或意味着，在近年环保监管、贸易扰动和海内外疫情等影响之下，铝和不锈钢行业加工环节的产能出清相对较好。

图 13：近年不锈钢、铝和铜的材产量与坯比值整体下行，意味着加工环节地位逐步提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

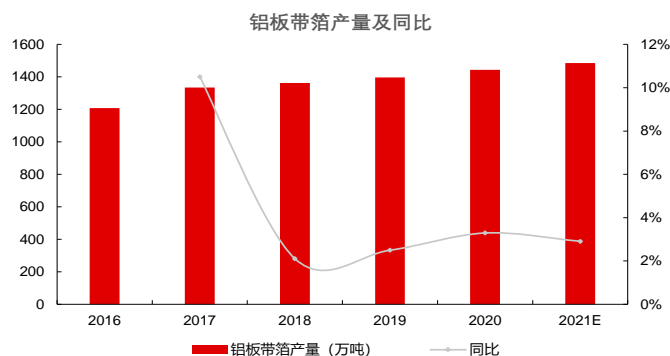
注：钢结构数据以 2015 年为基数

铝：头尾开工率之差高达 50%

在前几年制造业需求中枢下移之下，汽车、家电等铝加工下游景气有所调整，与此同时，环保监管、贸易摩擦和海内外疫情等扰动因素，共同加速铝加工企业产能出清节奏，部分前期快速扩张但是成本管控较弱的企业，高成本费用导致其抗风险能力较弱，部分因现金流断裂而逐步出清。

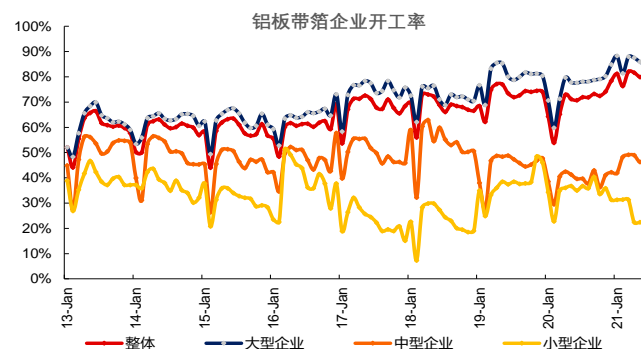
因此，近年铝板带箔产量增速维持 2%-3%水平，从结构来看，大型铝板带箔加工企业开工率相比中小型企业明显扩大，最新 6 月开工率之差扩至 50%，头部企业规模和成本优势愈加突显，构筑强者恒强效应，亦印证铝板带箔加工环节竞争格局整体优化。

图 14：近年全国铝板带箔产量增速缓慢



资料来源：SMM，长江证券研究所

图 15：近年全国铝板带箔开工率，大型企业与小企业分化扩大

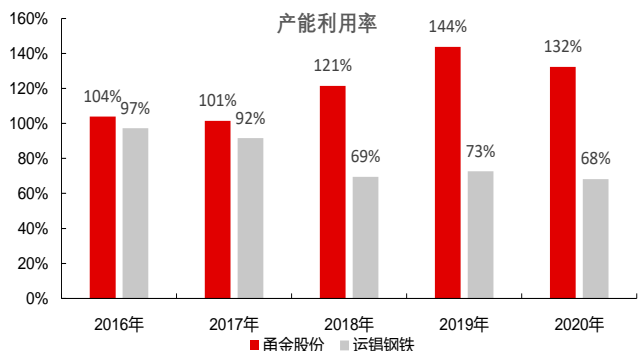


资料来源：SMM，长江证券研究所

不锈钢：头尾开工率之差达 40%

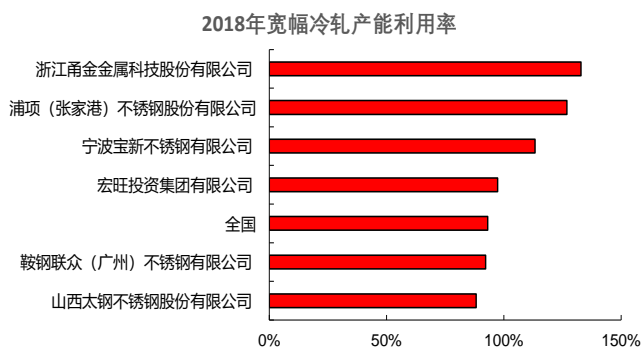
就不锈钢加工环节而言，在近年环保趋严、工艺产品升级迭代等催化下，近年逐步淘汰部分中小型企业加工产能。基于技术壁垒、成本管理壁垒等因素，不锈钢加工环节集中度整体较高，2018 年国内精密和宽幅冷轧不锈钢板带 CR5 分别达 55.42% 和 76.74%。以甬金和浦项（张家港）的 2018 年宽幅冷轧产能利用率均值，与鞍钢联众和太钢不锈钢均值，相减可得头部与尾部不锈钢冷轧加工的产能利用率之差达约 40%。

图 16：甬金股份产能利用率明显高于运锡钢铁



资料来源：招股说明书，公司公告，长江证券研究所

图 17：甬金股份产能利用率处于行业领先水平



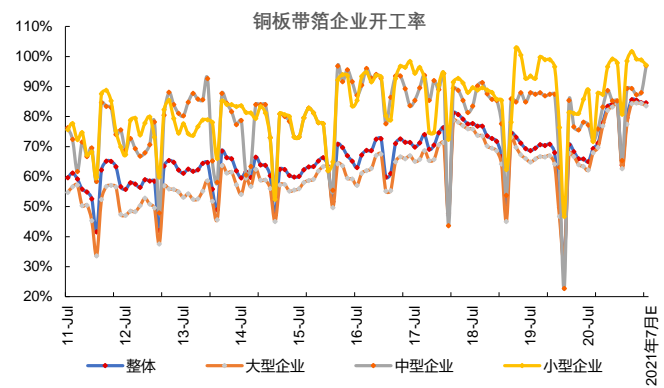
资料来源：招股说明书，长江证券研究所

铜管：头尾开工率之差达 10%

对于铜加工而言，尽管环保监管、产品结构升级、疫情等扰动加速行业重构，不过铜加工产业出清起点时间明显晚于铝和不锈钢，由此导致铜加工竞争格局或弱于铝和不锈钢：

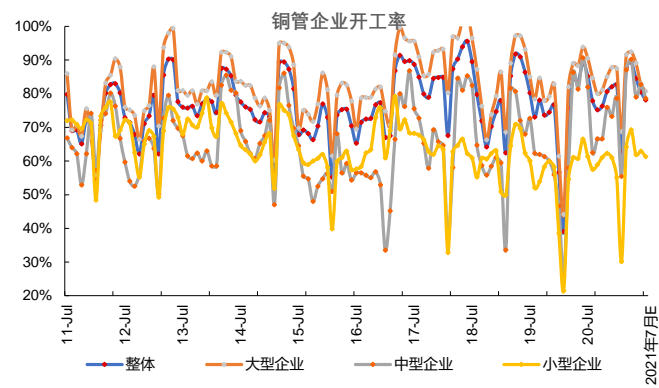
- 即便对于出清相对完整的铜管行业，在铜管龙头主导的重整洗牌之下，虽然大型企业开工率高于中小型，但是开工率优势之差明显弱于铝加工行业，铝加工头部领先优势为 50%，而铜管为 10%；
- 对于铜板带箔加工行业，因部分头部公司转型退出，导致头部公司开工率低于行业平均水平，从结构来看，开工率最高的为小型企业，这意味着铜板带箔竞争格局仍存大幅优化空间。

图 18：小型铜板带箔企业开工率较高



资料来源：SMM，长江证券研究所

图 19：大型铜管企业开工率明显高于行业整体水平



资料来源：SMM，长江证券研究所

综上所述，从长期加工环节需求赛道来看，基于制造业升级替代，不锈钢景气高于铝，高于铜；从加工竞争格局来看，铝优于不锈钢，优于铜。基于竞争格局相比需求赛道弹性更为重要，铝加工赛道整体或强于不锈钢，强于铜。

优质隐形冠军脱颖而出：强者恒强，剩者为王

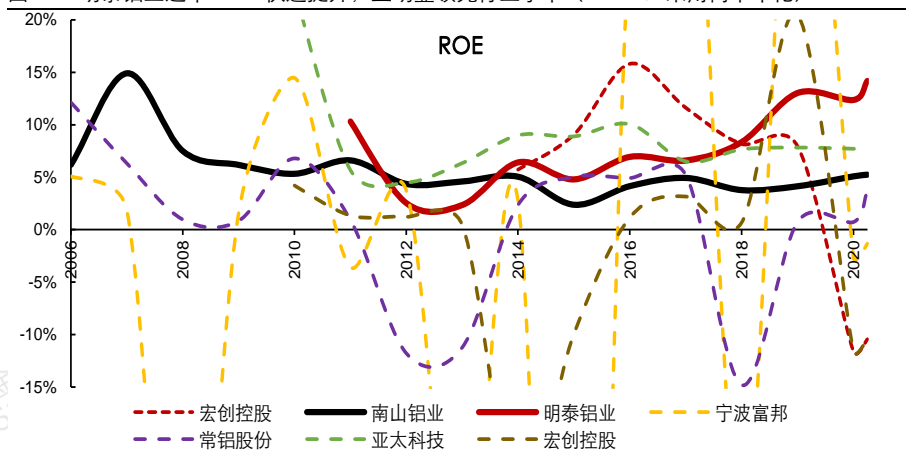
加工强者 ROE 领先，崭露头角

从个股而言，考虑到各公司的产品结构和经营模式等差异，我们以 ROE 作为盈利能力核心衡量指标，优选 ROE 整体高于同行、ROE 走势稳定甚至逐步提升的标的，尤其在行业下行周期洗牌过程中，ROE 能稳住的公司更受青睐，更能充分验证其成本管控和经营周转等综合竞争力领先的相对优势。

铝加工板块：明泰铝业 ROE 显著领先

从铝加工板块来看，尽管标的众多，但是明泰铝业的 ROE 明显领先同行，公司最新 2021Q1 年化 ROE 达 14.17%，而行业均值为 1.21%，而且与第二水平超出 6.53 个百分点。更为重要的是，从近年 ROE 变动节奏来看，受制于需求弱势震荡叠加供给格局出清洗牌，铝加工板块 ROE 近年整体趋弱，但是明泰铝业凭借自身低成本和高周转优势，实现 ROE 快速逆势而上，相对优势十分突出。

图 20：明泰铝业近年 ROE 快速提升，且明显领先行业水平（2021Q1 采用简单年化）



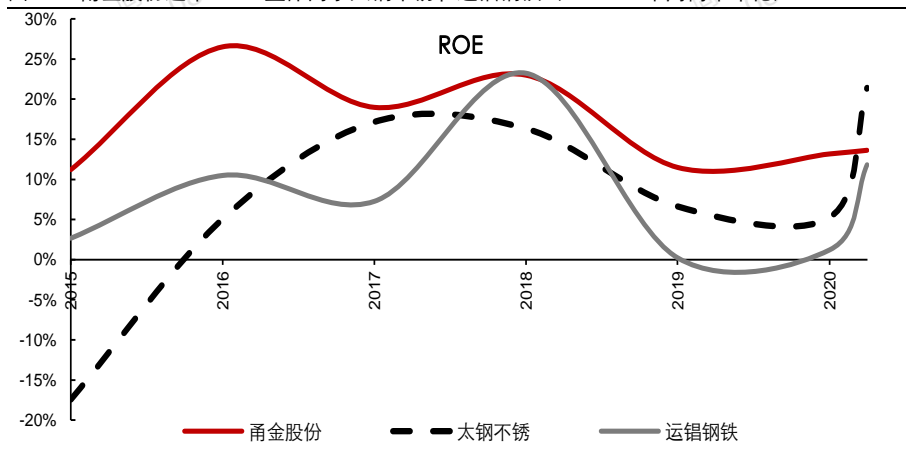
资料来源：Wind，长江证券研究所

不锈钢加工板块：甬金股份和久立特材 ROE 整体突出

相比于太钢不锈和运锡钢铁，即便甬金股份净利率和杠杆系数优势并非明显，然而，甬金股份凭借卓越的周转率，实现 ROE 大幅领先。公司 2020 年总资产周转率高达 3.59，明显高于太钢不锈 0.98 和运锡钢铁 0.90 的水平。从周转率细拆来看，公司固定资产周转率、存货周转率和应收账款周转率均明显领先同行。

究其原因，相比包括冶炼和加工一体化的太钢不锈，公司加工模式的资产较轻；相比于运锡钢铁，尽管运锡钢铁产品结构以高端精密为主，但是自身成本费用管控能力较弱成为拖累其周转率的核心。

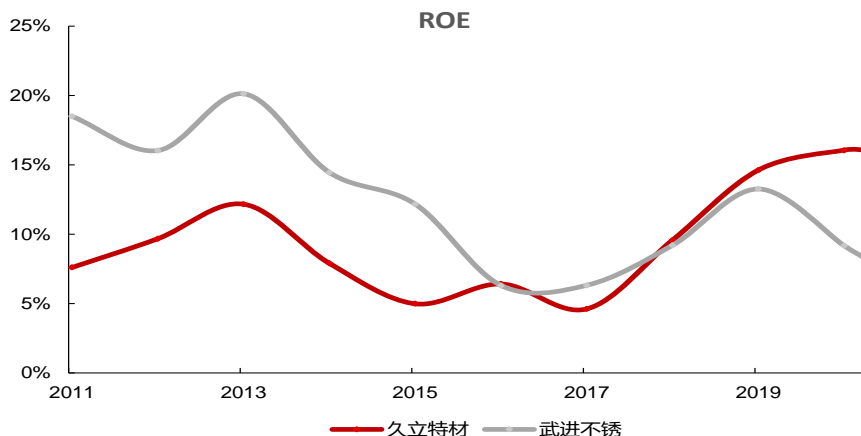
图 21：甬金股份近年 ROE 整体高于太钢不锈和运锡钢铁（2021Q1 采用简单年化）



资料来源：Wind，长江证券研究所

在高端不锈钢钢管领域，久立特材通过持续高端产品结构升级优化，在海内外油气炼化景气周期快速成长，因此公司近年 ROE 逐步超过同行。

图 22：久立特材近年 ROE 超过同行（武进不锈 2021Q1 采用年化，久立特材用 2021H1 年化）

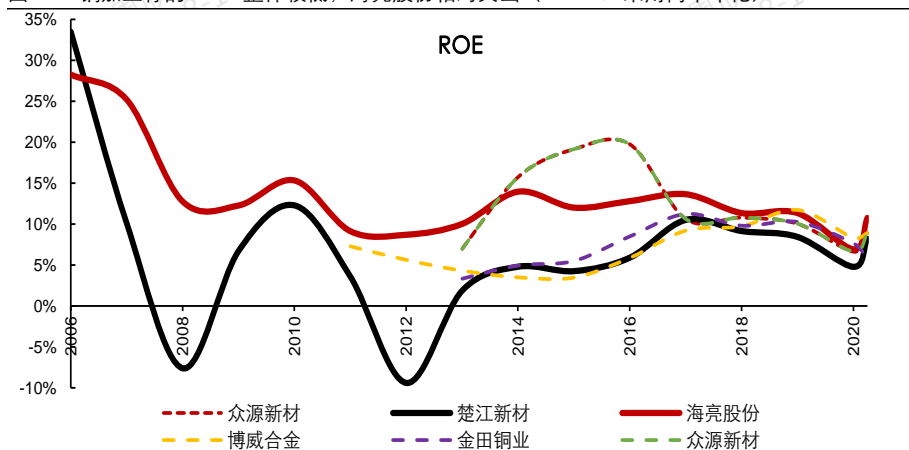


资料来源：Wind，长江证券研究所

铜加工类板块：金诚信 ROE 相对领先

从铜加工领域来看，近年各个标的 ROE 分化差异较小，整体受铜终端需求下滑和格局弱势而有所下降，直至今年 1 季度有所复苏，相比之下，海亮股份 ROE 整体更为稳健，不过 2019 年和 2020 年受海内外家电需求回落明显，公司 ROE 亦出现一定程度下滑。

图 23：铜加工标的 ROE 整体较低，海亮股份相对突出（2021Q1 采用简单年化）

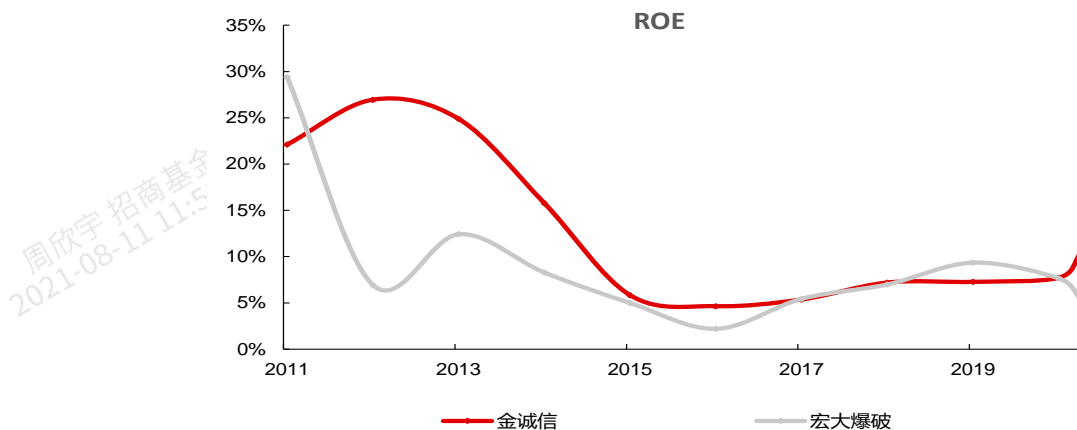


资料来源：Wind，长江证券研究所

值得说明的是，金属资源矿山服务板块，包括矿山建设 + 运营服务等，亦属于类加工模式，与金属商品价格波动的直接关联度较小。金诚信的主营业务为包括以采矿运营管理、

矿山工程建设及矿山设计与技术研发在内的矿山开发服务业务，服务对象为大中型非煤类地下固体矿山，涉及矿山资源品种主要包括铜、铅、锌、铁、镍、钴、金、银、磷等。相比之下，金诚信近年 ROE 整体高于同行水平。

图 24：金诚信 ROE 整体高于同行（2021Q1 采用简单年化）

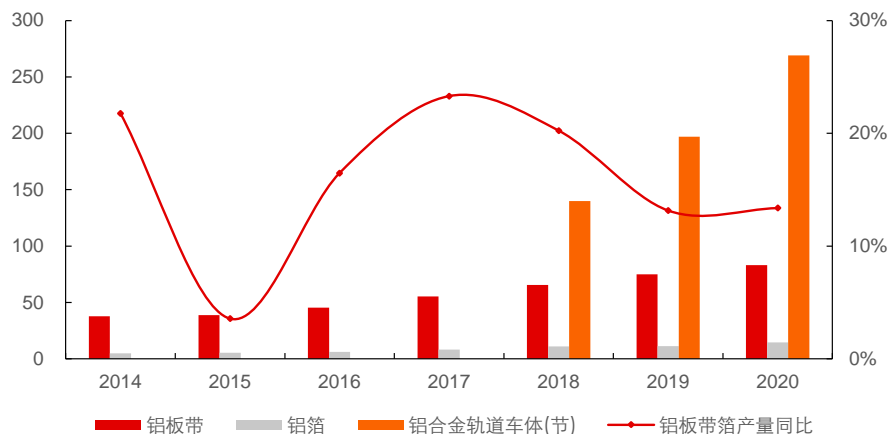


资料来源：Wind，长江证券研究所

明泰铝业：低成本升级扩张，以成长穿越周期

公司是铝板带箔加工行业龙头，民营体制管理高效。2020 年铝板带箔产量达 98 万吨，全国市占率约 9%。下游多元分散，广泛应用于新能源电池、5G 通讯、特高压输电、轨道车体、汽车制造、军工、医药包装、食品包装、印刷制版、电子家电、交通运输等众多领域。

图 25：公司铝板带箔产量年均复合增长率达 15%（单位：万吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

从成本管控视角出发，铝加工行业中的明泰铝业近年表现靓丽，经营从行业中脱颖而出，公司 ROE 快速提升至行业前列水平。追本溯源，**优秀的成本管控能力，成为明泰铝业的靓丽业绩的主要原因**，铝加工主要成本包括：原料、设备折旧、电、气、人工等。落地至公司：

- (1) **公司废铝比例提升为原料端降本的重要因素。**基于周边产业集聚区千亿级铝工业基地的废铝生产量，公司 2018 年投产 10 万吨，2019 年扩产到 30 万吨，2020 年投资 4 亿元，引进行业先进设备，新建 36 万吨大扁锭项目，预计 2021 年下半年投产。此外，公司今年 7 月公告投资 70 万吨再生铝及高性能铝材项目，为原料降本构筑显著支撑。同时公司与知名低碳铝生产商俄铝达成长期合作，采购低碳铝锭，多措并举减少碳排放。

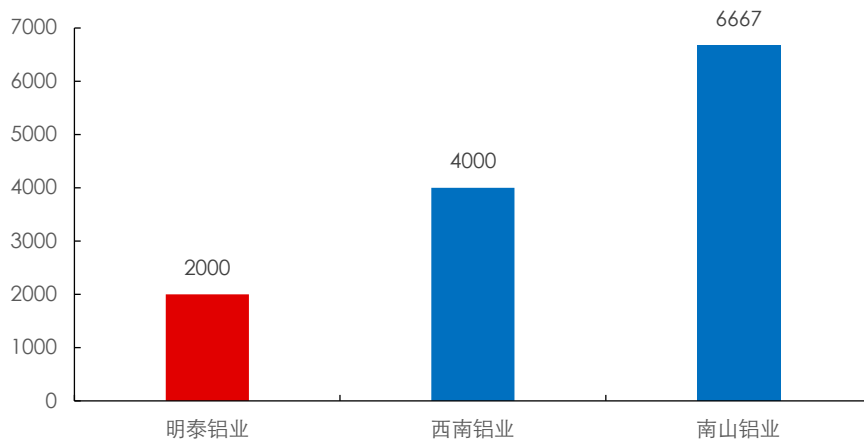
图 26：公司再生铝项目扩建后总体成材率达 89%

原辅材料		单耗(kg/t 产品)	现有工程(t/a)	扩建工程(t/a)	总体工程(t/a)	备注
废铝	边角废料和铝屑	714.3	225000		225000	回收打包成品，铝纯度在82.8~90.8%
	废旧电线电缆铝心	190.5	60000		60000	
	废车、电机铝部件	47.6	15000		15000	
	光铝废料	515.0		185455	185455	
	废旧易拉罐	266.4		95909	95909	
	废旧铝合金门窗	281.6		101364	101364	
铝锭		96.3	21380	43636	65016	外购成品铝锭，铝纯度99%以上，约占处理废铝量5-10%
合金添加剂		15.7	6300	4320	10620	均为外购成品，调质剂主要根据产品要求添加，以上数据给出的是最大添加量
产品产量			315000	360000	675000	
成材率			96.13%	83.59%	89.01%	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

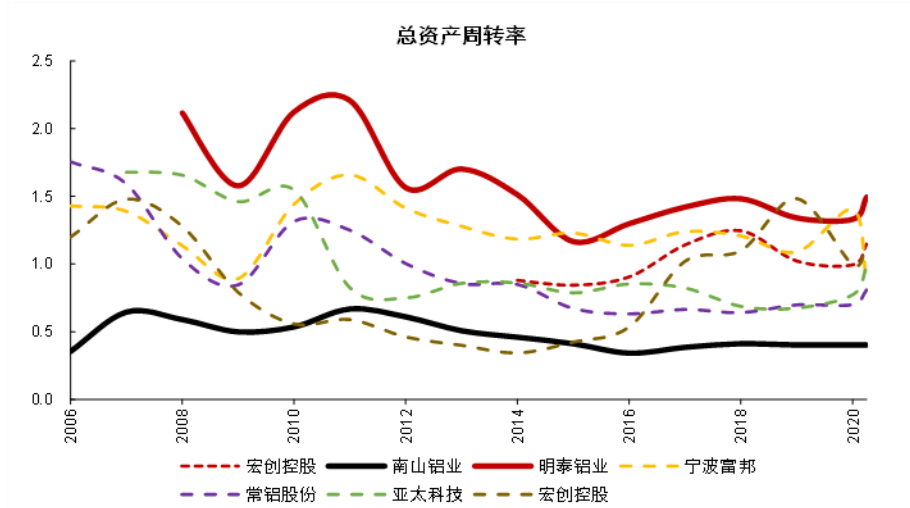
- (2) **受益于民营优质管理机制，公司单吨设备投资低且经营运转高效。**基于极强的成本管控机制，公司具备优质的自主设备研发能力，2020 年吨设备折旧仅约 333 元，处于行业低位水平，且公司持续保持稳步扩张，规模优势逐步体现；此外，公司实施集团管控系统，将人员、财务、生产和销售一体化集成，面对庞大复杂的 1-8 系铝合金产品结构，公司维持高效运转，2020 年总资产周转率高达约 1.33，位居行业领先水平。

图 27：明泰铝业(1+4)热连轧生产线吨投资额显著低于竞争对手（单位：元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

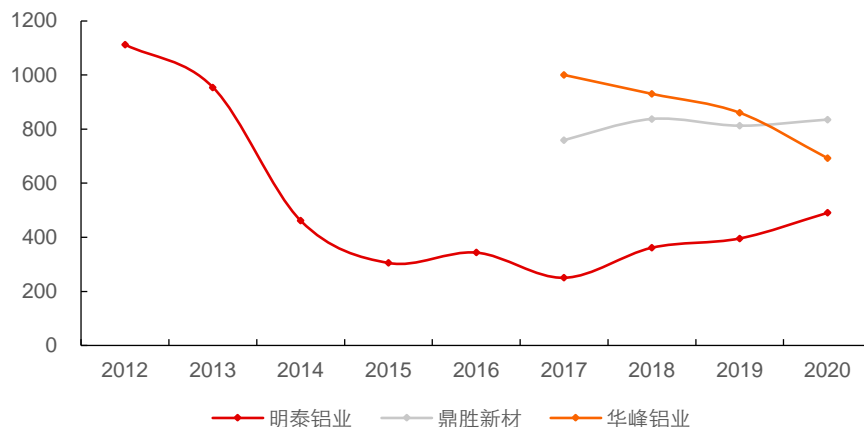
图 28：明泰铝业总资产周转率明显高于同行



资料来源：Wind，长江证券研究所

- (3) **生产采购等成本优势，增厚盈利弹性。**公司前期通过收购巩电热力、燃气改造工程项目有效降低了铝加工过程中主要的电力和燃气成本；公司对原材料实行统一采购，发挥集中采购优势，提高议价能力。

图 29：公司吨燃料与动力费用低于竞争对手（单位：元/吨）

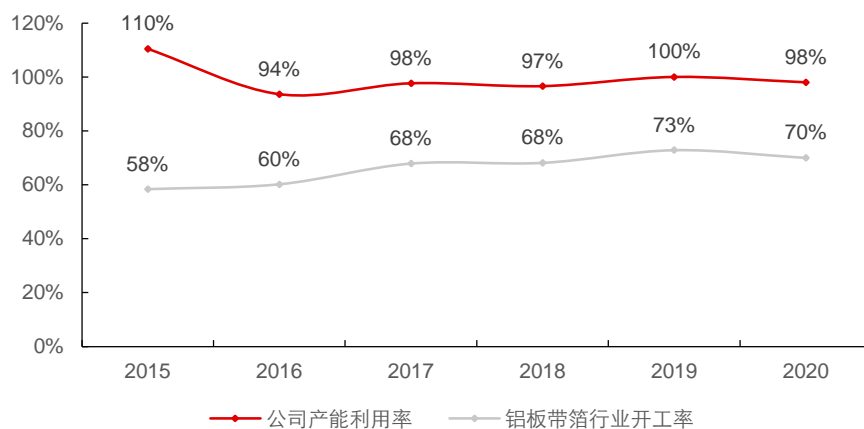


资料来源：Wind，长江证券研究所

- (4) **大规模股权激励，提振员工积极性。**公司 2019 年实施股权激励，覆盖范围相当广阔，包括中层以上管理人员、核心技术人员、核心业务人员及其他骨干员工等，合计激励员工数占公司总人数比重高达约 16%，有效绑定公司和员工利益，保障降本增效、产品结构升级和稳步扩张的有效落地。

整体而言，在大范围激励之下，明泰铝业较低设备投资、废铝和电气全产业链配套布局、生产采购规模效应明显，共同构筑公司强大的成本相对优势；与此同时，公司逐步改造铝加工生产工艺，优化产品结构提升附加值；并且通过稳步扩张构筑长期稳健成长，产品结构快速升级优化，在铝加工中崭露头角。

图 30：公司铝板带箔产能利用率远高于行业平均开工率



资料来源：Wind，SMM，长江证券研究所

图 31：公司在建铝加工项目向高端化迈进

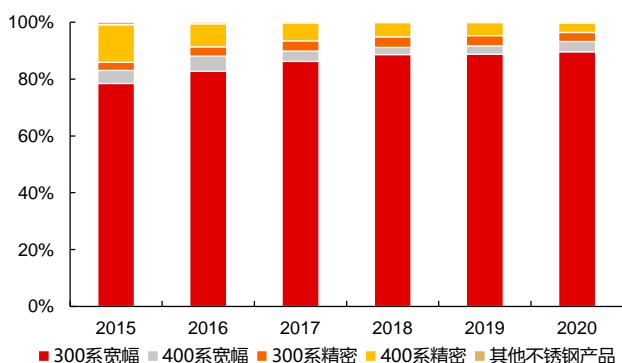
在建铝加工项目	开工时间	预算总额（亿元）	产能（万吨）
12.5万吨车用铝合金板项目	2016年9月	13.58	12.5
电子材料产业园项目	2017年1月	6.49	-
年产2万吨交通用铝型材项目	2015年10月	7.23	400节
7.2万吨铝箔项目	2019年6月	1.27	7.2
40万吨生产线	2019年5月	0.66	40
光阳铝业股份有限公司建设项目	2019年12月	2.5	10
铝板带生产线升级改造项目	2019年5月	18.39	5
70万吨再生铝及高性能铝材项目	2021年7月	36	70

资料来源：公司公告，长江证券研究所

甬金股份：不锈钢加工强者，快速扩张支撑稳增

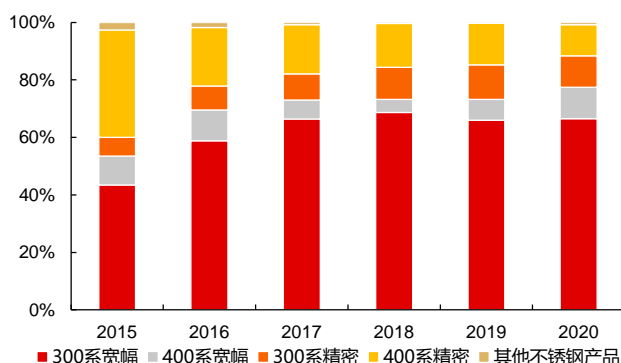
公司为不锈钢产业链后端冷轧加工的优质民营强者，2020 年加工产能达 151.45 万吨，其中宽幅和精密产能分别为 141 万吨和 10.45 万吨，产品广泛应用于电子信息、医疗器械、环保化工、汽车交通等领域，下游客户包括：惠而浦、苏泊尔、ARCELIM K.S.、大唐环保科技、创维电器、银轮股份等品牌企业。公司产能快速扩张，近五年不锈钢加工量年均复合增速达 30.52%，2020 年产量 167 万吨，全国市占率达 11.46%，其中宽幅冷轧和精密冷轧的市占率分别为 11.19%和 17.12%，分别位居全国第三和全国第一位。

图 32：公司宽幅和精密收入占比分别为 93%和 6%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 33：公司宽幅和精密毛利占比分别为 75%和 21%



资料来源：Wind，长江证券研究所

甬金股份作为近年加工环节新起之秀，成本和管理优势突出：

(1) 基于公司自主研发设备能力较高，在设备国产替代进程中，公司投资成本明显低于同行，以宽幅为例，广东甬金三期吨投资额仅 1309 元，明显低于德龙 3714 元和北海诚德 2000 元水平；此外，自主研发设备构筑纵向工艺协同优势，使得产能利用率尤为领先，公司和运钢钢铁的 2020 年产能利用率分别达 132%和 68%，且降本挖潜推动吨费用大幅削减；

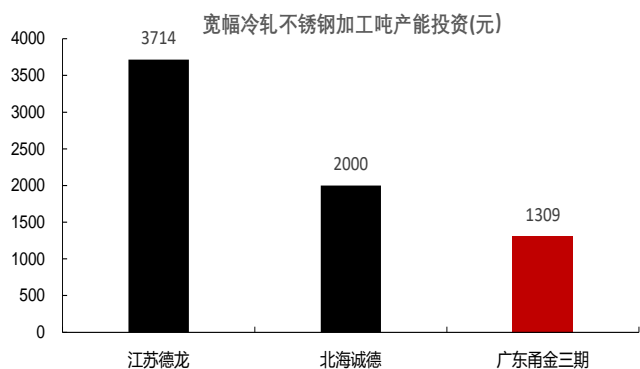
(2) 精细化加工模式下的高周转能力至关重要，

a) 相比于太钢不锈和运锡钢铁，低成本和轻资产的优势，赋予甬金总资产周转率高于同行近 3 倍；

b) 与青山对比，青山的连续规模批产化模式亦难以匹配精细化加工，因此，甬金收购青山旗下经营羸弱的青拓上克后，带动其盈利能力大幅提升。

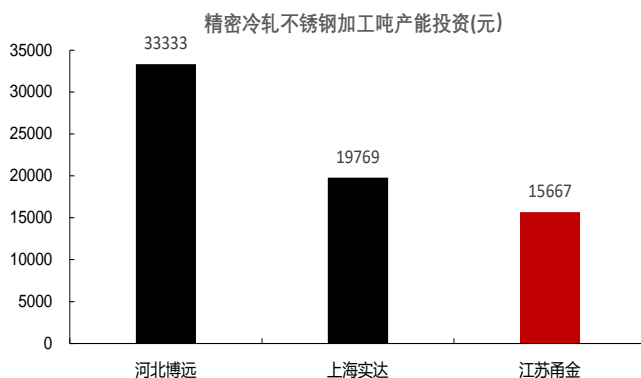
展望来看，随着海内外扩张项目投产，公司凭借成本管理优势夯实强者恒强地位，需求稳健支撑下，冷轧不锈钢加工费亦有望相对稳定，叠加股权激励保驾护航，共同支撑盈利快速提升。

图 34：广东甬金宽幅冷轧不锈钢吨投资明显低于行业水平



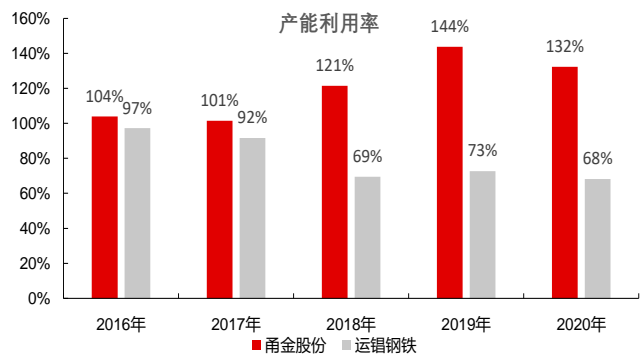
资料来源：公司公告，Mysteel，北海日报，长江证券研究所

图 35：江苏甬金精密冷轧不锈钢吨投资明显低于行业水平



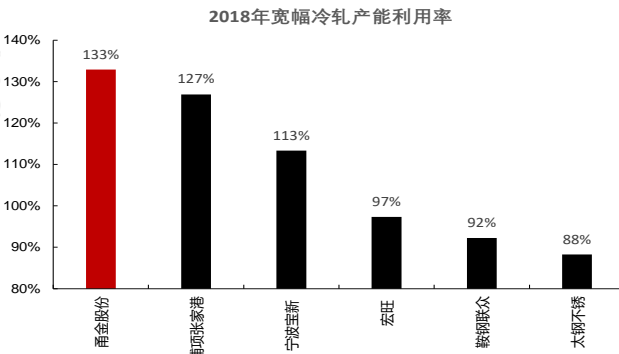
资料来源：公司公告，佛山市金属材料行业协会，51 不锈钢网，长江证券研究所

图 36：甬金股份产能利用率明显高于运锡钢铁



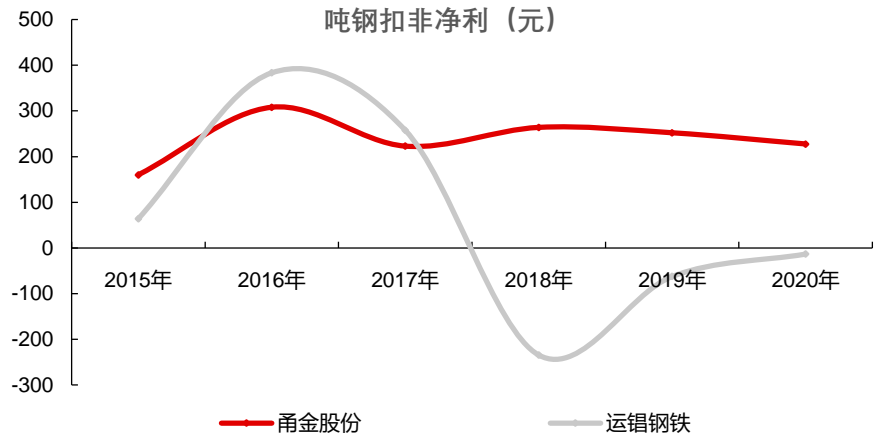
资料来源：招股说明书，公司公告，长江证券研究所

图 37：甬金股份产能利用率处于行业领先水平



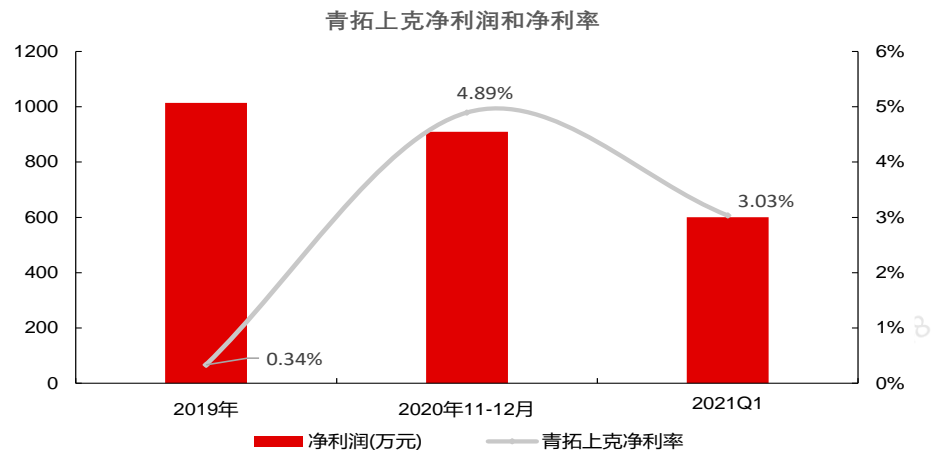
资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 38：近年甬金股份吨钢扣非净利明显高于运钼钢铁



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：青拓上克被甬金收购后净利率明显改善



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 40：公司最新在建或拟建的新增产能一览

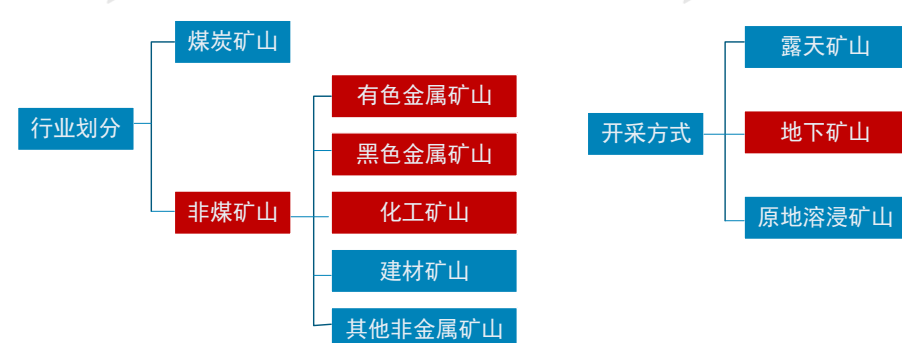
实施主体	项目名称	新增年产能 (吨)	精密板带新增年 产能 (吨)	宽幅板带新增 年产能 (吨)	其他新增年 产能 (吨)	开工时间/预 计开工时间	预计投产时间
甬金股份 (浙江)	年加工19.5万吨超薄精密不锈 钢板带项目	195,000	75,000	120,000	-	2021年7月	2022年底
	年加工12.5万吨精密冷轧不锈 钢生产线项目	125,000	51,000	74,000	-	2020年	2021年底
江苏甬金	年加工7.5万吨超薄精密不锈 钢板带项目	75,000	63,000	12,000	-	2018年	其中一条线已于2021年初投 产，预计2022年2月全线投产
	年加工9.5万吨高性能优特不锈 钢材料技改项目	95,000	55,000	40,000	-	2021年4月	2022年8月
	年产10万吨不锈钢钢管及配件 项目	100,000	-	-	100,000	2021年8月	2021年底部分产能投产
广东甬金	年加工68万吨宽幅精密不锈 钢板带项目（二期）	320,000	-	320,000	-	2021年	2022年初
	年加工68万吨宽幅精密不锈 钢板带项目（三期）	350,000	-	350,000	-	2021年10月	2023年
越南甬金	年产能25万吨精密不锈钢板带 项目	250,000	-	250,000	-	2020年10月	2022年1月
泰国甬金 (筹)	年加工26万吨超宽精密冷轧不 锈钢项目	260,000	-	260,000	-	待定	待定
江苏锠赛	年加工5.5万吨金属层状复合材 料项目	55,000	-	-	55,000	待定	待定
	年加工7.5万吨金属层状复合材 料及制品项目	75,000	-	-	75,000	待定	待定
合计		1,900,000	244,000	1,426,000	230,000	/	/

资料来源：公司公告，长江证券研究所

金诚信：矿服稳增长+资源将放量，成长正当时

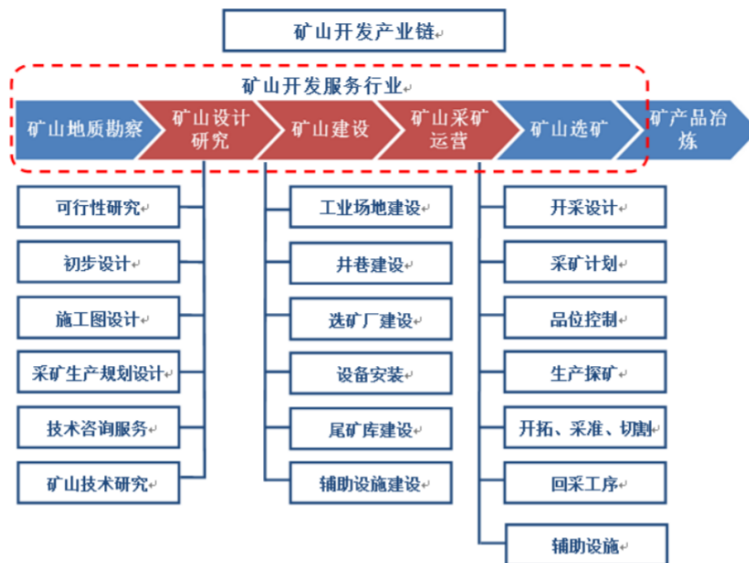
金诚信是国内一体化矿山服务龙头企业，是矿山工程建设、采矿运营管理领域隐形冠军。公司承接项目遍及海内外，形成了以央企、地方国企、国际矿企等为代表的稳定客户群。在主营业务稳定发展基础上，公司利用多年矿建+矿服技术经验，顺商品价格周期切入高毛利资源领域，当前布局3座铜矿1座磷矿，建立“服务+资源”业务新模式。

图 41：金诚信主营业务集中于非煤地下矿产开发服务领域



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 42：金诚信主营业务集中于矿山设计研究、矿山建设、矿山采矿运营



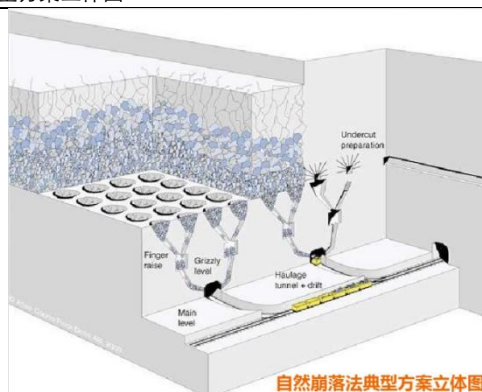
注：标红部分为公司的主营业务。

资料来源：Wind，长江证券研究所

当前矿山服务为公司主营业务，矿山建设 + 运营服务营收及毛利润贡献超 95%。未来，伴随矿服市场规模扩大及公司客户结构优化，预计公司矿服业务利润年复合增速可达 15%~20%。

总量：2020 年以来，金属价格持续上涨提振矿企资本开支意愿，金诚信作为矿山开发服务企业直接受益。此外，全球矿产综合开采品位不断下滑，铜矿原矿综合品位 1992 年至今由 1.48% 降至 0.6%，深部开采大势所趋，多座世界级铜矿进入露采转地采阶段，金诚信擅长的深部地下矿山开采市场规模不断扩大，熟练掌握的自然崩落法为公司带来新的利润增长点。

图 43：自然崩落法典型方案立体图



资料来源：《自然崩落采矿法》，长江证券研究所

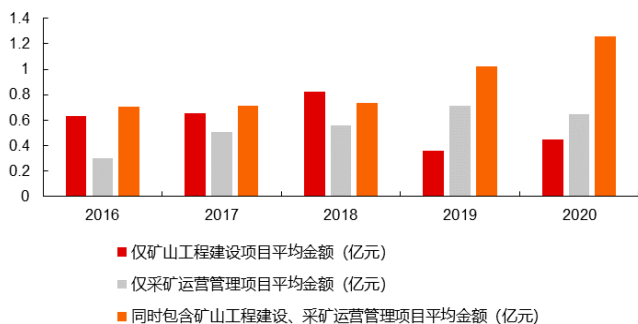
结构：公司按照“大市场、大业主、大项目”策略，客户结构不断优化，成功承接世界级卡莫阿项目，海外市场开拓格局进一步打开。2016 年-2020 年，在手国内项目由 31 个减少至 21 个，但单位项目收入提升 52.67%；海外项目单均金额更高，2016-2020 年，海外项目由 3 个增加至 10 个，营收占比由 24.35%提升至 50.31%，毛利润贡献由 25.04%提升至 48.12%。未来随着在手紫金矿业卡莫阿、Timok 等服务项目放量，海外利润贡献将进一步增加。

表 1：金诚信 2016-2020 在建项目统计

项目	业务模式	2016		2017		2018		2019		2020	
		数量 (个)	总金额 (亿元)	数量 (个)	总金额 (亿元)	数量 (个)	总金额 (亿元)	数量 (个)	总金额 (亿元)	数量 (个)	总金额 (亿元)
境内项目	仅矿山工程建设	16	10.12	9	5.91	7	5.75	8	2.86	6	2.70
	仅采矿运营管理	7	2.12	5	2.54	5	2.78	4	2.86	5	3.22
	同时包含矿山工程建设、采矿运营管理	8	5.64	12	8.57	14	10.29	14	14.36	10	12.57
	合计	31	17.88	26	17.02	26	18.82	26	20.08	21	18.49
境外项目	仅矿山工程建设	0		2	0.66	2	2.98	6	6.23	7	11.26
	仅采矿运营管理	0		0		2	0.42	1	1.07	2	3.44
	同时包含矿山工程建设、采矿运营管理	3	5.77	3	6.36	2	8.40	2	6.23	1	4.03
	合计	3	5.77	5	7.02	6	11.80	9	13.53	10	18.72
全部项目	合计	34	23.65	31	24.04	32	30.62	35	33.61	31	37.21

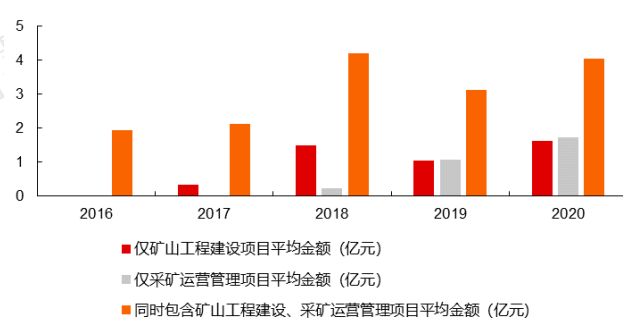
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 44：金诚信境内项目平均金额上升



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 45：金诚信境外项目平均金额上升



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

资源业务是公司新的利润增长点，将显著抬升公司盈利弹性。预计 22 年-24 年，伴随铜矿及磷矿投产，资源板块贡献毛利润分别为 2.46 亿元、2.56 亿元、13.9 亿元（2020 年公司毛利润 10.87 亿元）。2019 年至今，金诚信深入布局高毛利率资源业务，相继收购贵州两岔河磷矿 90% 股权、刚果（金）Dikulushi 铜矿 100% 股权、Lonshi 铜矿 100% 股权、艾芬豪旗下 Cordoba 矿业 19.36% 股权，拥有权益铜资源储量约 105 万吨，磷矿储量约 627 万吨，铜资源标的雏形初显，且伴随勘探推进，拥有进一步增储空间。根据规划，22 年 Dikulushi 贡献铜矿产量 1 万吨，24 年 Lonshi 贡献铜矿产量 4 万吨，两岔河

贡献磷矿产量 60 万吨。均衡价格假设下，测算 22 年、24 年，资源业务毛利润达 2.46 亿元、13.9 亿元。

综上所述，金诚信为国内矿服龙头标的，矿服主业处于铜价后周期赛道稳步成长，资源端未来放量大幅提振公司盈利弹性，公司逐步进入成长快车道。

表 2：金诚信资源毛利测算

铜矿	2022E	2023E	2024E	2025E
铜价均值（元/吨）	60000	60000	60000	60000
铜价扣税（元/吨）	53097	53097	53097	53097
售价（不含税）（元/吨）	44563	44563	44563	44563
成本（元/吨）	20000	19000	19000	18000
吨毛利（元/吨）	24563	25563	25563	26563
产量（万吨）	1	1	5	5
毛利润(亿元)	2.46	2.56	12.78	13.28
磷矿	2022E	2023E	2024E	2025E
售价（元/吨）	/	/	330	330
成本（元/吨）	/	/	143	143
吨毛利润（元/吨）	/	/	187	187
产量（万吨）	/	/	60	80
毛利润(亿元)	/	/	1.12	1.50
铜+磷	2022E	2023E	2024E	2025E
毛利润（亿元）	2.46	2.56	13.90	14.78

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

久立特材：高端不锈钢钢管龙头，稳中有升

公司的主营业务是工业用不锈钢及特种合金管材、管件的研发、生产、销售，主要产品为工业用不锈钢无缝管和不锈钢焊接管以及不锈钢管件。除了应用于石油、天然气以外，公司产品还广泛应用于电力设备制造、化工、造船、造纸、航空、航天等行业。公司已成为国内规模最大的工业用不锈钢管制造企业，目前具备年产 12 万吨工业用不锈钢管的生产能力。

表 3：公司在主要下游企业中的供应商

供应商级别	下游企业
重点供应单位	中石化
一级网络成员单位	中石油
合格供应商（国内）	中海油、哈尔滨电气、上海电气、东方电气、中核、中广核、中电投

合格供应商（国外） 英荷壳牌（Shell）、埃克森美孚（ExxonMobil）、英国石油（BP）、道达尔（Total）、巴西石油（Petrobras）、沙比克（Sabic）、巴斯夫（BASF）、拜耳（Bayer）、杜邦（Dupont）、沙索（Sasol）、福陆（Fluor）、福斯特惠勒（Foster Wheeler）、德希尼布（Technip）、塞班（Saipem）、沃利帕森（Worleyparsons）、日晖（JGC）、阿尔斯通（Alstom）

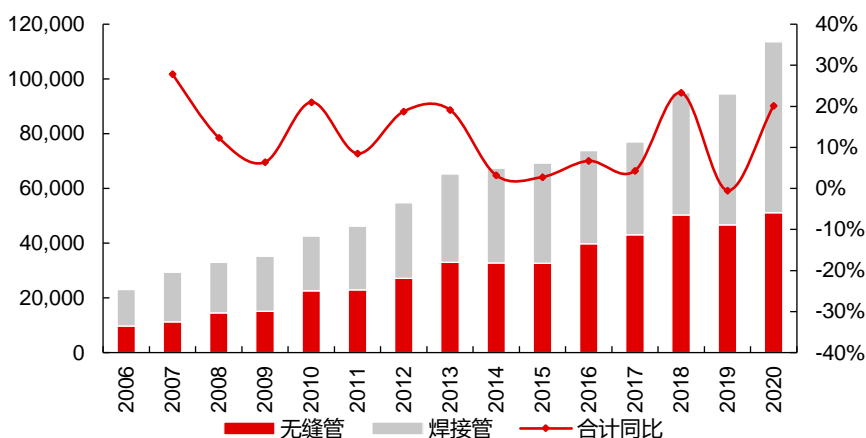
资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司是油气链不锈钢管龙头，管材结构多元且不断高端化，除油气管主业外，仍致力于核电等其他应用，品牌力厚积薄发，高端产品壁垒高，国内油气投资周期波动对业绩影响虽存在，但影响权重正逐渐下降。公司坚持中高端产品市场的深度差异化、精品化战略，以推进精益生产管理为抓手，积极推进产品、技术转型升级。同时，受益于下游油气领域景气度回升和高端化产品技术效益逐步释放，公司继续深耕主业领域优势市场，2021年1-6月，公司营业收入、利润总额及归属于上市公司股东的净利润分别比上年增长36.64%、45.11%、48.50%，其中公司用于高端装备制造及新材料领域的高附加值、高技术含量的产品收入占营业收入的比重约为18%。

除深耕高端油气不锈钢管主业以外，公司也持续拓展高端领域应用。公司2017年发布可转债，计划募投年产5500KM核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目、年产1000吨航空航天材料及制品项目、工业自动化与智能制造项目。项目顺应国产替代大趋势，建成后将进一步优化公司产业结构，加大公司高端产品在销售的占比，巩固公司在高端精密管材领域的领先地位，提升公司在高端精密管材领域的竞争力。

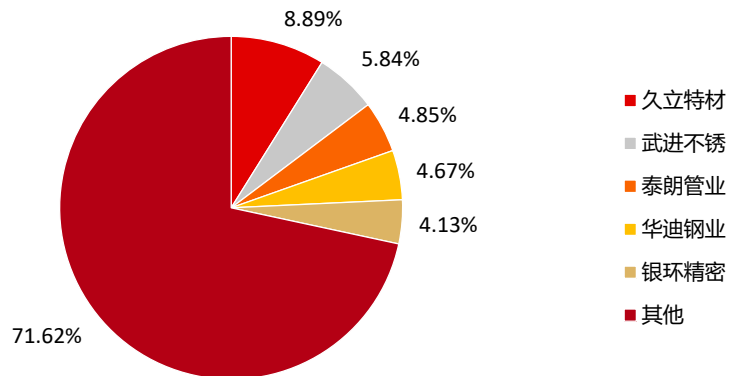
除可转债募投项目外，公司也于2020年1月23日发布公告投资建设年产5000吨特种合金管道预制件及管维服务项目。现在模块化预制成为行业趋势，为缩短工期，提高工程质量，大型施工项目特别是国际工程或涉外工程，业主或总包方都会倾向管道进行工厂化预制。该项目顺应趋势，将进一步完善公司产业链，为各个领域的客户提供一站式解决方案，拓宽更多市场可能性。

图 46：公司钢管产量逐年稳步攀升（单位：吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 47：2016 年市占率久立特材位列第一，武进不锈钢位列第二



资料来源：公司可转债募集说明书，长江证券研究所

图 48：截至 2021H1，公司最新目前在投项目进展一览

项目名称	本报告期投入金额（亿元）	截至报告期末累计实际投入金额（亿元）	项目进度
年产5500KM核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目	0.19	3.98	80%
工业自动化与智能制造项目	0.69	2.48	80%
年产1000吨航空航天材料及制品项目	0.23	0.95	30%
年产5000吨特种合金管道预制件及管维服务项目	0.48	0.57	35%
年产10000吨的油气输送特种合金焊接管材项目	0.31	0.31	20%
合金公司二期项目	0.39	0.93	45%
合计	2.29	9.22	--

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度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 /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 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：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。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研究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，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，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。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。