

## 证券研究报告

## 行业研究——深度点评

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

姜永刚 首席分析师

执业编号: S1500520010002

联系电话: +86 10 83326716

邮箱: [jiuyonggang@cindasc.com](mailto:jiuyonggang@cindasc.com)

黄礼恒 资深分析师

执业编号: S1500520040001

邮箱: [huangliheng@cindasc.com](mailto:huangliheng@cindasc.com)

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 水泥整合大幕再启，行业巨头横空出世

2020年07月26日

**事件:** 天山股份7月24日公告，与中国建材股份筹划发行股份收购中国建材水泥板块的中国联合水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥、中材水泥以及中建材投资下属水泥资产。同时，祁连山与宁夏建材公告，本次资产整合未将两者纳入其中，待条件成熟再进一步推进。

## 点评:

- **中建材核心资产整合加速。**本次以天山股份为平台，整合除祁连山、宁夏建材之外的水泥资产，将形成A股最大的水泥集团公司，水泥产能将达到4.7亿吨。整合采用较为稳健的分步走的方式，先将非A股上市水泥公司注入上市平台，既能完成业务整合解决同业竞争，又能保护好其他A股上市公司小股东利益。水泥业务作为集团最优质资产，其整合对玻纤、工程装备等业务整合起到示范作用。
- **天山股份将成为A股最大水泥公司。**截止到2020年一季度末，集团水泥、熟料产能分别为5.2亿、4.01亿吨，本次整合后天山股份水泥产能将达到4.7亿吨，成为最大上市集团公司。南方水泥、中联水泥和西南水泥产能均超亿吨，且所处区域水泥价格较高，盈利能力较强。在2019年计提大额资产（含商誉）减值的情况下，南方水泥、中联水泥和西南水泥分别实现营业利润108.8亿、55.23亿和35.5亿元。注入到天山股份之后，将进一步加强对各区域水泥的管控，纳入统一运营平台，治理能力、管理效率以及盈利能力有望向海螺水泥靠拢。
- **整合时有望进行业务梳理，资产负债表进一步优化。**2008-2014年的区域整合致使集团水泥板块形成较大体量商誉和低效资产，在盈利能力和现金流大幅提升的2018-2019年水泥板块大额计提资产减值（含坏账）（54.5亿）和商誉减值（56.25亿），截至2019年末水泥资产商誉余额为289.72亿元。本次资产整合的同时有望对具体业务和资产进行分析、梳理，加快淘汰无效资产、夯实资产质量，提升盈利能力。同时由于收购资产体量较大，中建材股份对天山股份持股比例也相对较高，需大额配套募集资金以避免持股集团持股比例超过90%，将进一步推动水泥板块资产质量优化。
- **集团其他资产整合预期升温。**本次整合虽未纳入祁连山和宁夏建材，但整合确定性增强，关注度提升将推动估值加快修复。同时，玻璃纤维、工程及装备、复合材料等业务板块有望在水泥业务之后加快整合，解决同业竞争，完成集团对所属资产分类整理，形成水泥、玻纤、新材料（含复合材料）、工程与装备等多个大型上市平台的战略目标。
- **投资建议:** 建议关注整合平台天山股份，以及后续整合的祁连山、宁夏建材，中国建材（港股）；预期未来整合加速的玻

纤、复合材料、工程与装备类资产，包括中材科技、中国巨石、凯盛科技、中材国际（建筑板块）、国检集团等。

➤ **风险因素：** 整合进度不及预期，整合方案未获股东会通过，水泥价格大幅下降等。

#### 主要公司财务指标

代码	简称	最新价	总市值	收入			净利润			PE			PB		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
3323.HK	中国建材	9.10	767.6	2,541.3	2636.4	2724.5	109.74	132.27	142.17	5.99	5.40	128.14	0.64	0.69	0.63
000877.SZ	天山股份	18.02	189.0	96.9	105.1	113.21	16.36	19.43	21.84	7.6	9.73	8.65		1.73	1.52
600720.SH	祁连山	20.50	159.1	69.3	79.5	86.5	12.34	16.5	18.9	7.89	7.67	6.69	1.43	1.54	1.32
600449.SH	宁夏建材	16.15	77.2	47.9	54.3	57.8	7.69	10.64	12.00	6.94	7.26	6.43	0.96	1.23	1.09
600176.SH	中国巨石	11.75	411.5	104.9	111.43	124.51	21.29	22.08	26.41	17.93	18.64	15.58	2.44	2.40	2.18
002080.SZ	中材科技	17.92	300.7	135.9	159.88	170.77	13.80	17.34	19.85	15.08	17.34	15.15	1.78	2.33	2.12
600970.SH	中材国际	5.72	99.5	243.7	271.1	302.25	15.92	17.21	19.32	7.62	5.78	5.10	1.19	0.88	0.79

资料来源：万得，信达证券研发中心

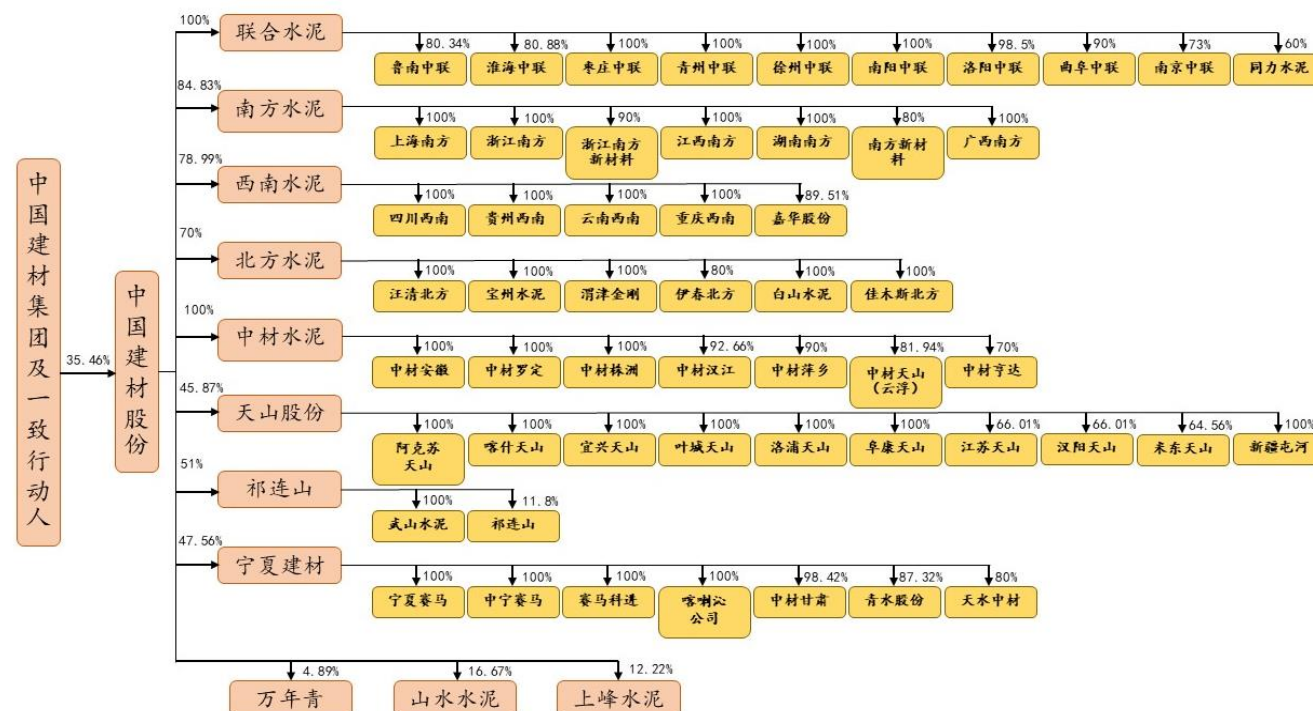
注：股价选取2020年7月24日收盘价，中材国际为建筑板块标的

## 水泥业务为中建材集团最核心资产

中国建材集团旗下水泥资产主要包括三部分，一是中国联合水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥、中材水泥、天山股份、祁连山及宁夏建材八家区域水泥龙头，二是中建材投资等企业控制的中小型水泥公司，三是集团参股的水泥公司的少数股权，主要为上峰水泥、山水水泥、万年青等上市公司股权。本次整合主要涉及前两部分。

2017 年中国建材和中国中材合并，将两者旗下水泥资产仅做股权方面的合并，业务层面未进行深入整合。三家 A 上市公司与中建材股份（3323.HK）之间的同业竞争主要集中在内蒙、宁夏及江苏等地区，水泥跨区域流动也带来部分集团内部竞争。同时，东南部地区，南方水泥、中联水泥与中材水泥业务区域有较大的重叠，本次整合过程中有望按照省份或区域对集团内部同一省份内不同水泥公司的业务进行整合，避免同企业之间的无序竞争。

图 1：中国建材集团下属水泥资产

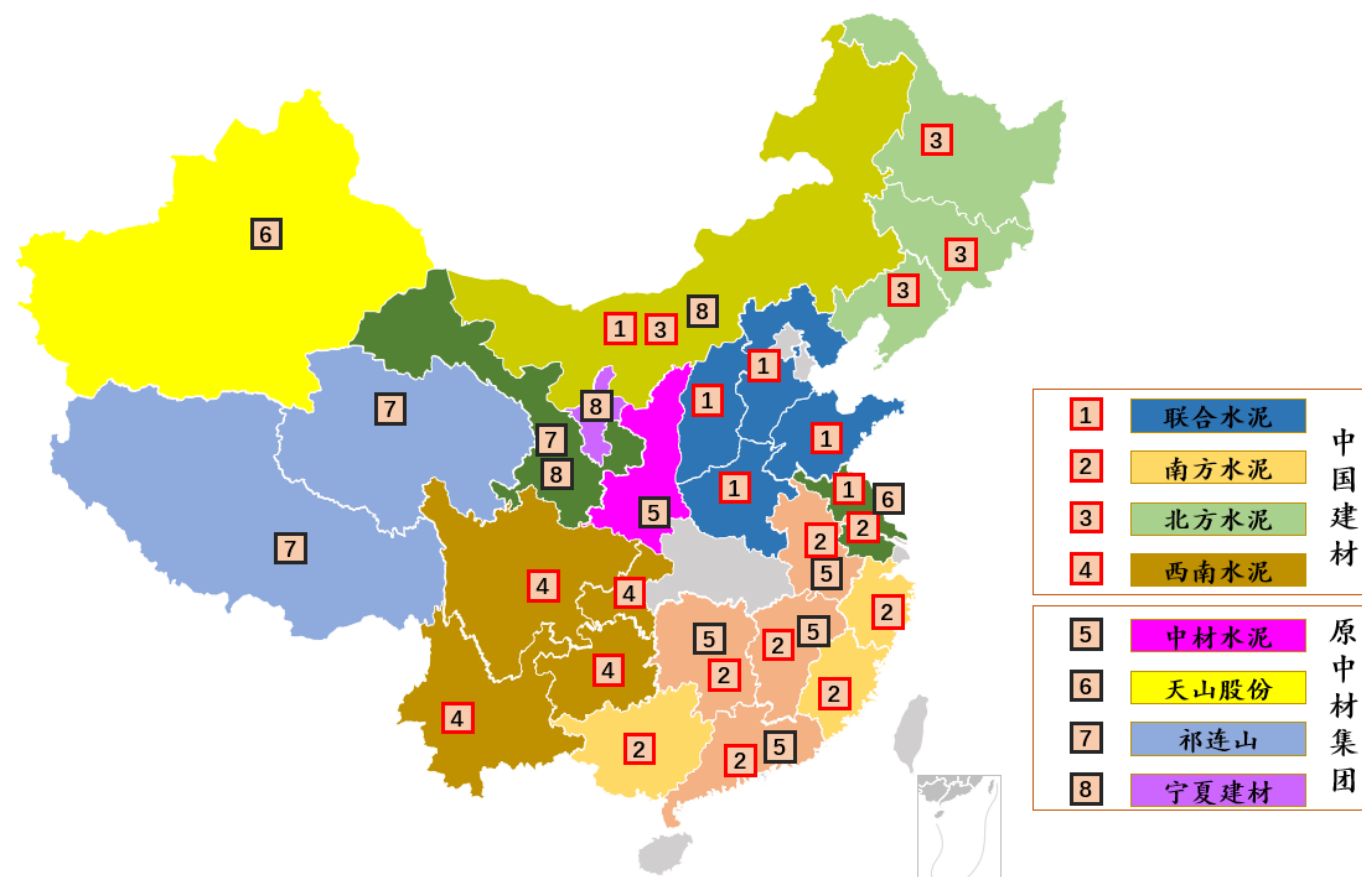


资料来源：万得，信达证券研发中心

截至 2020 年一季度末，中建材集团水泥产能达到 5.2 亿吨、熟料产能 4.01 亿吨，混凝土产能超 5 亿立方米，本次整合除祁连山和宁夏建材之外的水泥资产，完成之后预计天山股份的水泥产能将达到 4.7 亿吨/年、熟料产能 3.67 亿吨/年，成为 A 股最大的水泥生产企业（权益产能基本与海螺水泥持平）。

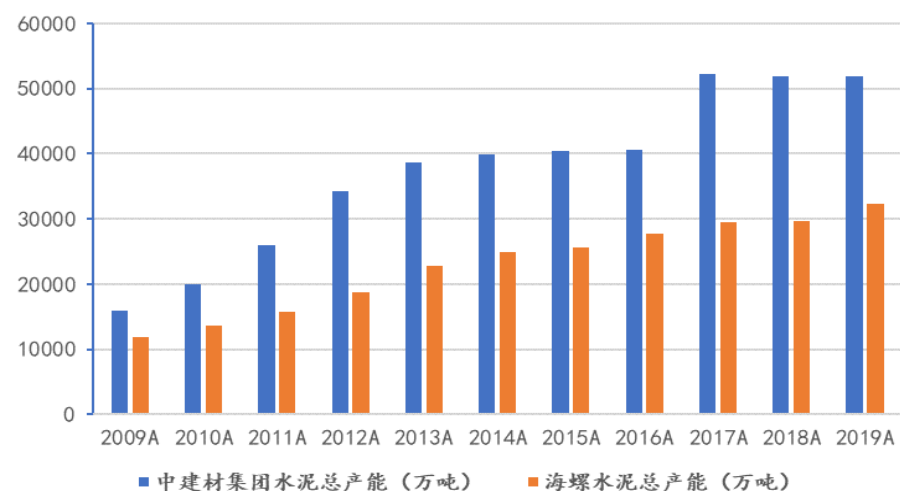
2019 年集团水泥产量为 3.91 亿吨，同比增长 6.0%，实现 2016-2019 年连续 4 年增长。销售平均价格为 332 元/吨，同比提升 4.5%，预计 2020 年售价基本持平，不同区域价格互有涨跌。截止到 2020 年 7 月中旬，华北、西北及华南销售均价高于去年，华东、西南及华中价格略低于去年同期。

图 2：中国建材集团下属水泥企业区域分布



资料来源：信达证券研发中心

图 3: 中建材及海螺水泥产能



资料来源: 信达证券研发中心

表 1: 集团水泥各版块产能 (万吨)

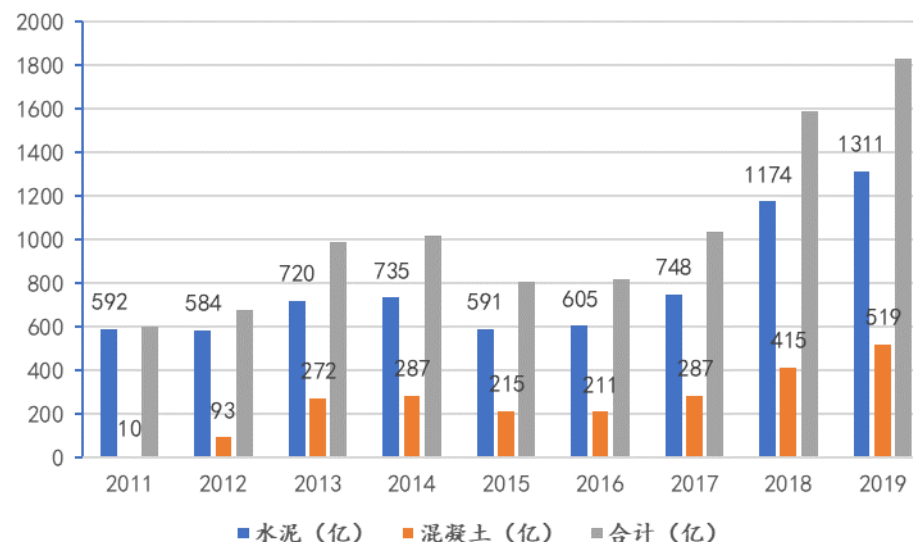
	合计	中联	北方水泥	西南水泥	中材水泥	天山股份	宁夏建材	祁连山	中联
2009A	16000	5200	10000	800					
2010A	20000	7,000	11,700	1,300					
2011A	26000	8000	13000	2500	2500				
2012A	34300	8800	13700	3200	8600				
2013A	38600	9100	14800	3300	11400				
2014A	39900	10100	14800	3300	11700				
2015A	40447	10300	14900	3247	12000				
2016A	40647	10500	14900	3247	12000				
2017A	52300	10600	14800	3700	12000	2400	3900	2100	2800
2018A	51857	10600	14100	3690	12200	2501	3866	2100	2800
2019A	51857	10600	14100	3690	12200	2501	3866	2100	2800

数据来源: 信达证券研发中心

## 中建材集团水泥业务资产质量和盈利能力快速修复

2019 年中建材股份水泥（含混凝土）板块实现营收 1831 亿元，同比增长 15.2%，增量来自产量增长和价格上涨。其中南方水泥和中联水泥由于混凝土规模相对较大，且销售均价较大，营收规模较大，分别为 660 亿元和 497 亿元。

图 4：中国建材股份水泥板块营收情况



资料来源：信达证券研发中心 （注：中建材集团仍有其他水泥资产，水泥业务营收大于建材股份）

## 南方水泥是集团最优质水泥资产

南方水泥业务主要位于华东与华南地区，截至到 2020 年一季度末，具有 1.46 亿吨水泥产能，为全国第二大水泥集团企业，同时具有 1.92 亿吨商品混凝土产能。公司业务覆盖区域为国内需求较好、价格较高地区，因此是集团内盈利最好的业务板块。2019 年公司实现营收 669 亿元，实现营业利润和净利润分别为 99.8 亿元与 59.5 亿元；而经营性现金流大幅好于利润情况，2018-2019 年分别为 141.3 亿元和 191.4 亿元。

2017 年后集团各业务条线产品价格中枢稳步提升，带动盈利能力和现金流大幅好转，集团着手处置商誉及无效、低效资产。大幅增加资产（含应收款、商誉、固定资产、无形资产等）减值，2017-2019 年分别计提 48.6 亿、101 亿和 171 亿，而减值主要在水泥业务板块。南方水泥 2017-2019 年分别计提资产减值 6.8 亿、51.5 亿和 56.6 亿元，与净利润规模相当。通过大量减值之后，南方水泥商誉规模从高峰的 137 亿元下降到 81.5 亿元，预计后期继续减值的空间不大。

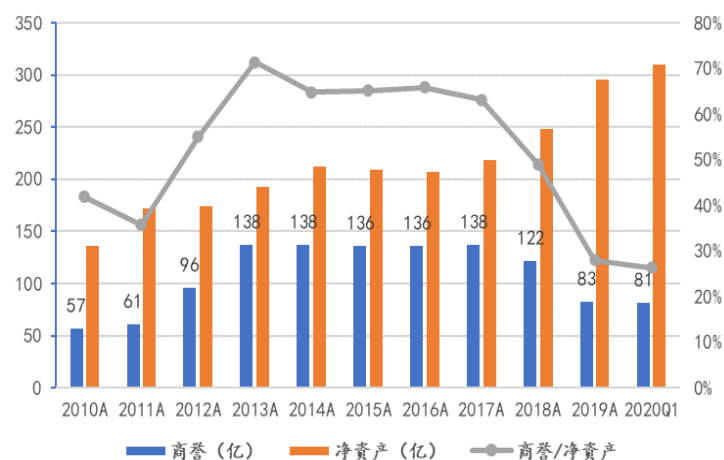


表 2: 水泥板块各公司营收利润情况

公司名称	持股比例	覆盖省份	营收		毛利率		营业利润		营业利润率	
			2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
南方水泥	84.83%	浙江、上海、江苏、安徽、湖南、江西、福建、广西	590.3	660.3	33.5%	34.0%	88.6	108.8	15.02%	16.48%
联合水泥	100%	山东、江苏、安徽、河南、山西、河北、四川、蒙古国	391.5	497.6	31.3%	30.9%	52.0	55.2	13.27%	11.10%
北方水泥	71.68%	黑龙江、吉林、辽宁	61.7	64.7	26.6%	20.5%	-8.4	-8.7	-13.5%	-13.5%
西南水泥	78.99%	四川、广西、贵州、重庆、云南	283.7	298.9	26.6%	29.7%	43.5	35.5	15.33%	11.86%
中材水泥	100%	陕西、广东、湖南、江西、安徽、江苏、新疆、赞比亚	89.9	100.4	35.6%	39.5%	23.3	26.8	25.86%	26.65%
天山股份	45.87%	新疆	77.2	94.6	34.7%	36.6%	16.3	27.2	21.15%	28.77%
宁夏建材	47.56%	宁夏、甘肃、内蒙	40.7	46.7	34.7%	35.6%	7.0	10.5	17.32%	22.55%
祁连山	25.04%	甘肃、青海、西藏	57.0	68.4	32.4%	35.8%	8.4	15.6	14.70%	22.82%

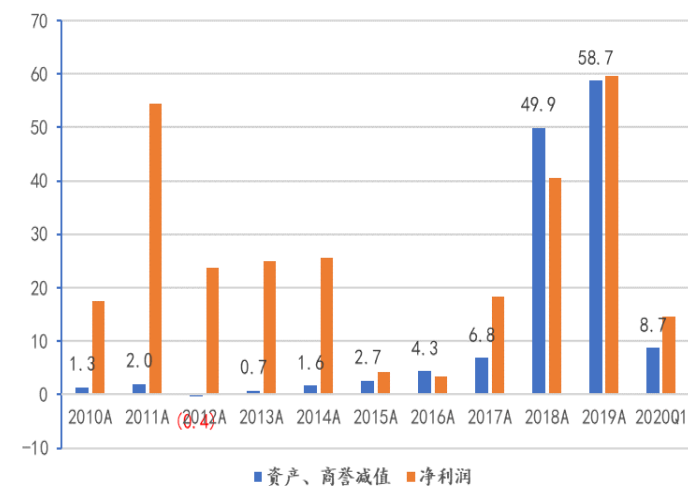
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 5: 南方水泥商誉大幅下降



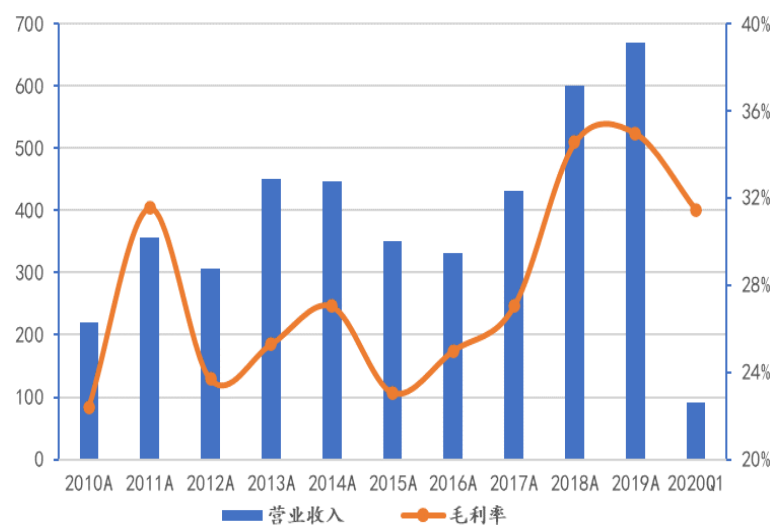
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 6: 南方水泥的净利润和资产减值情况



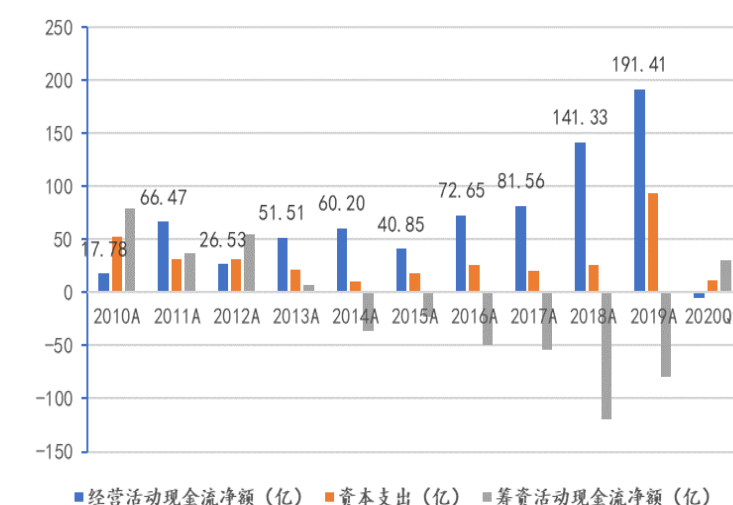
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 7：南方水泥营收及毛利润情况（亿）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：南方水泥经营性现金流较好



资料来源：万得，信达证券研发中心

### 中国联合水泥继续整合河南、山东市场

中国联合水泥是建材集团下属第一个水泥业务集团，成立于 1999 年，经过 10 年发展，到 2011 年基本形成现有格局。业务主要分布在华中和华北地区，是河南、山东市占率最高的企业，2019 年通过与河南省投资集团成立合资公司控股同力水泥，中联水泥在河南的市占率达到 50% 左右。在山东山水水泥股权争夺中，中建材集团有望成为符合各家利益的整合方，中联水泥有望继续整合山东水泥市场。

截至 2019 年公司具备水泥、熟料产能分别为 10600 万吨和 7388 万吨。2019 年公司产能利用率进一步提高，水泥、熟料产量分别为 6356 万吨和 5523 万吨，合计销量达到 6805 万吨。价格方面，公司水泥销售价格是集团下属 8 个水泥区域集团中最高的，达到 388 元/吨，但由于成本也相对较高，毛利率处于中等水平。

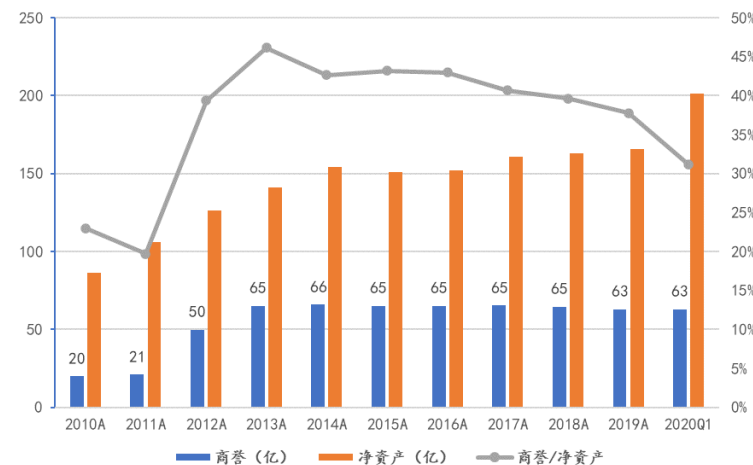
中联水泥具有国内最大规模的商品混凝土产能（与西部建设基本持平），截至 2019 年底公司具备 2.0 亿吨商混产能。2019 年生产 4750 万方，营收规模达到 224 亿元；受益于公司水泥的自给率高，商混业务的毛利率相对较高。

总体而言，中联水泥盈利能力处于中等水平，2019 年实现营收 505 亿元（参考债券公告，与中国建材股份数据略有差异）、



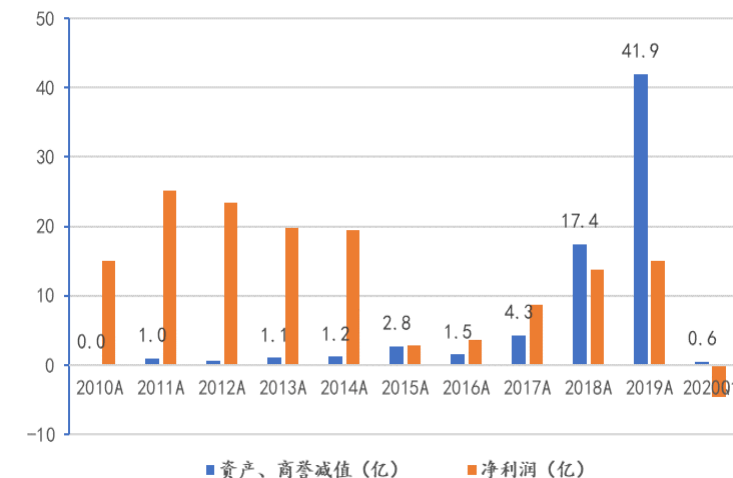
净利润 15.02 亿元，主要由于三费相对较高，同时计提较大规模减值。中联水泥组建较早，商誉规模相对较小，且资产质量相对较好，未发生较大商誉减值情况。公司应收账款质量略差，减值规模相对较大。

图 9：中联水泥商誉大幅下降



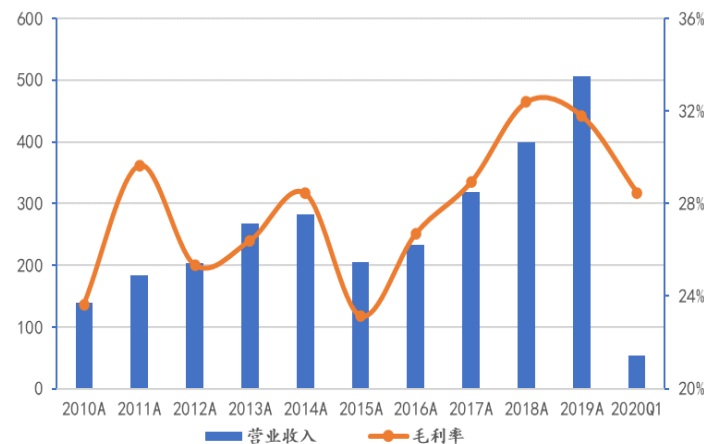
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：中联水泥的净利润和资产减值情况



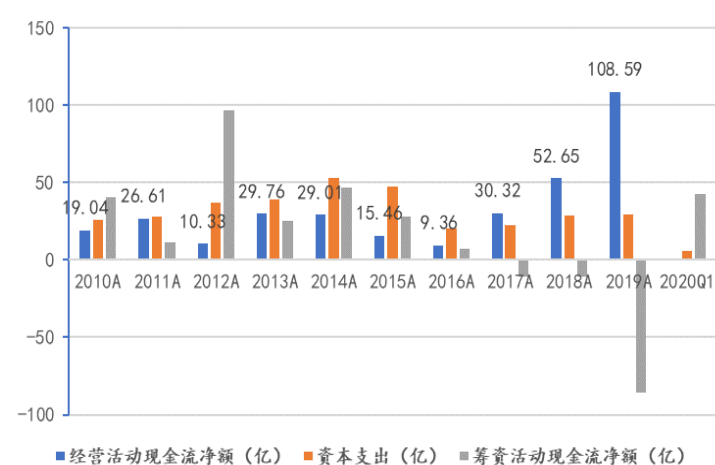
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：中联水泥营收及毛利润情况



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：中联水泥经营性现金流较好



资料来源：万得，信达证券研发中心

### 西南水泥盈利能力快速提升

西南水泥在集团水泥板块组建最晚，在 2011-2013 年年快速整合西南四省（市）水泥市场，从成立到形成 1.14 亿吨产能仅用 3 年时间。公司业务主要覆盖四川、贵州、重庆及云南等地域，也是四省（市）最大的水泥企业，总产能达到 1.22 亿吨。2017 年-2019 年公司水泥产量稳步提升，产能利用率超过 75%，为组建以来首次。

表 3：西南水泥子分区域产销情况

项目	2017 年				2018 年				2019 年			
	产能	产量	销量	市占率	产能	产量	销量	市占率	产能	产量	销量	市占率
四川省	4431.0	2985.6	2955.4	23.0%	4431.0	3249.4	3279.8	23.3%	4876.5	3356.9	3417.0	23.5%
云南省	2550.5	1741.6	1712.7	18.8%	2550.5	1822.8	1811.7	17.3%	2505.0	1995.4	1990.0	17.5%
贵州省	3200.0	2758.4	2723.9	29.4%	3200.0	2740.9	2688.4	28.9%	2680.1	2527.4	2529.6	28.0%
重庆市	2099.0	1113.0	1114.2	21.0%	2099.0	1228.9	1225.4	22.7%	2125.0	1228.2	1223.8	23.0%
合计	12280.5	8598.7	8506.2		12281	9041.9	9005.2		12187	9107.8	9160.3	

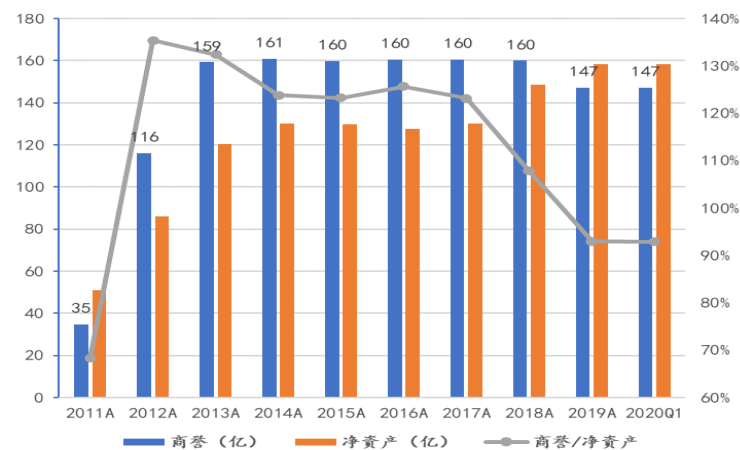
资料来源：公司债券募集书，信达证券研发中心

**西南水泥盈利能力稳步提升。**2018-2019 年西南地区需求相对较弱，水泥价格在 2019 年整体呈现下降趋势。2020 年 4 月份需求集中爆发，价格快速上涨，全年均价有望持平 2019 年。公司盈利有望随产量继续提升、原材料成本下降而继续提升。2017-2019 年毛利率分别为 27.7%、27.7%和 30.9%，水泥业务盈利能力弱于南方水泥和中联水泥，虽低毛利率混凝土业务较少，整体毛利率仍低于两者。

**西南水泥资产负债表仍有待修复。**相对于南方水泥和中联水泥在 2018-2019 年大额计提资产（含商誉）减值，西南水泥 2018-2019 年仅计提 5.69 亿和 26.4 亿元的资产（商誉）减值，数额相对于现阶段商誉规模和固定资产规模相对较小。2012-2018 年商誉的总额均大于净资产数额，2019 年计提一定商誉减值叠加现金流大幅流入，商誉/净资产比值下降到 100%以下。参考南方水泥和中联水泥的发展及计提减值过程，未来西南水泥可能在盈利和现金流进一步改善后进行资产负债表优化。

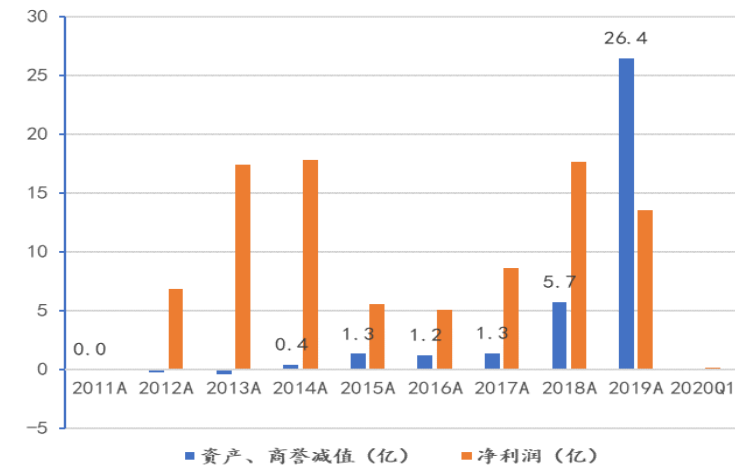
现金流方面，公司经营性净现金较好，2019 年为 109 亿元，而资本支出方面维持相对平稳在 10-15 亿元； 2017 年-2019 年大量现金主要用于偿还借款，筹资活动分别净流出 41.50 亿、44.57 亿和 87.19 亿。

图 13: 西南水泥商誉大幅下降



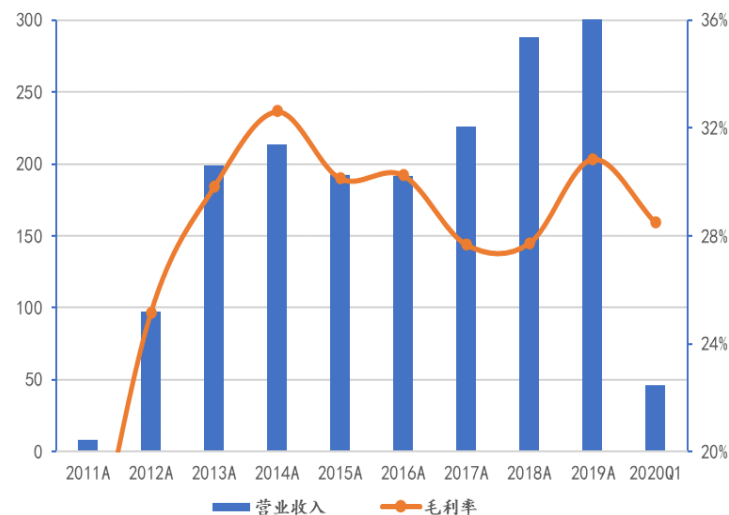
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14: 西南水泥的净利润和资产减值情况



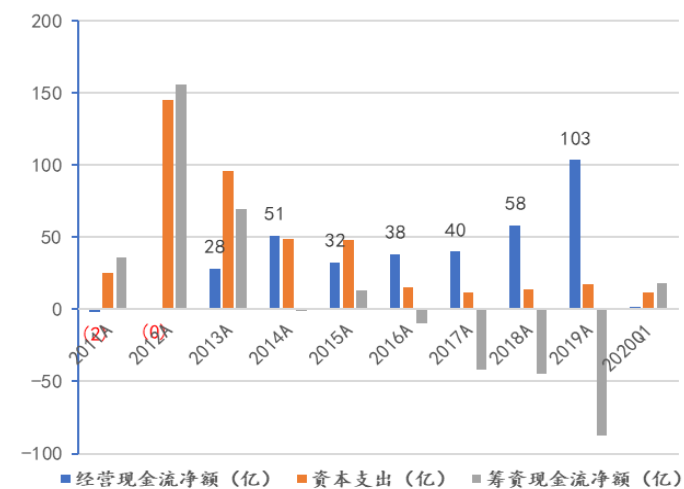
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 西南水泥收及毛利润情况



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 16: 西南水泥经营性现金流较好



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 北方水泥盈利有待改善

北方水泥是集团整合东三省业务平台，规模相对较小，截至 2019 年底具有水泥产能 3690 万吨，是黑龙江最大的水泥生产企业。由于东北整体需求相对较弱，且 2016 年之后产能过剩的问题未能得到有效解决，东北一直是国内水泥价格洼地，在六个大区域中价格最低，低于其他区域价格平均水平 100 元/吨以上，在所有省份中也仅高于宁夏自治区。此外东北地区逐步成为水泥北材南下的重要流出区域。

2020 年东北受疫情影响较大，需求被压制较严重，水泥价格下降到 5 年来的最低水平。从区域集中度而言，黑龙江和吉林的竞争格局均相对较好，北方水泥、亚泰集团的市占率分别在 59%和 41%，前三大厂商的市占率分别达到 81%和 84%，处于国内领先水平，压制价格的因素主要在于需求较弱，未来有望学习新疆的优势经验进行协同限产以减少供给。

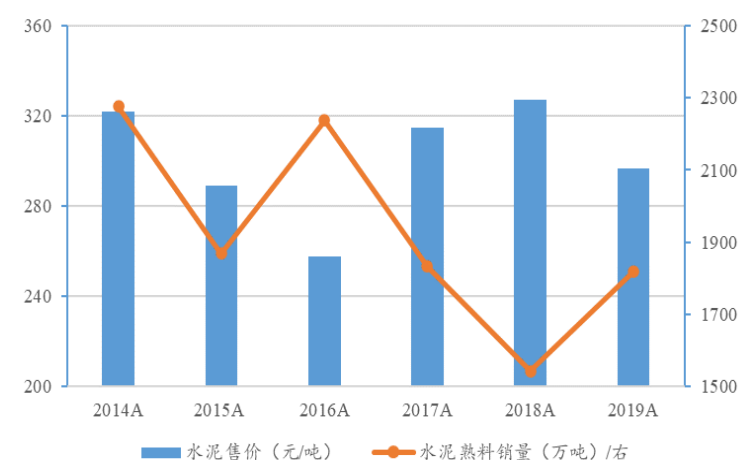
2016 年之后北方水泥一直处于亏损状态，原因为水泥价格较低叠加产能利用率不高。2017-2019 年北方水泥的水泥和熟料销量分别为 1833.2 万吨、1543.1 万吨和 1817.1 万吨，产能利用率不足 50%。

图 17：北方水泥收入及营业利润情况



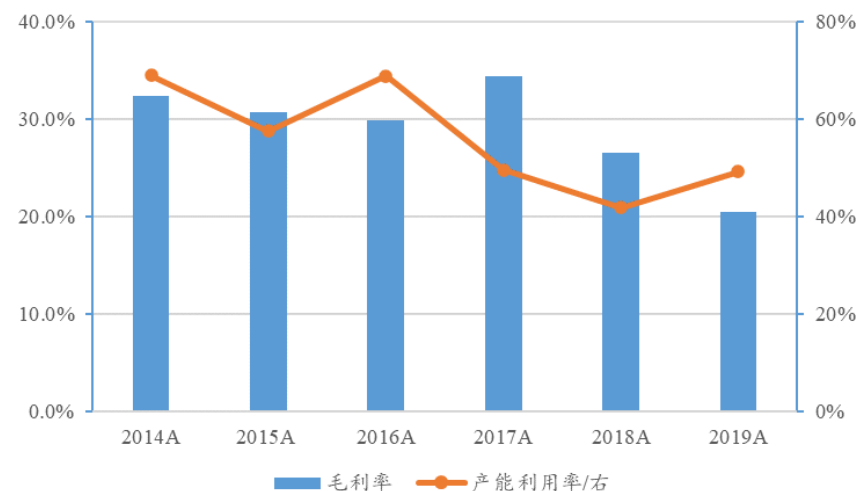
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：北方水泥销量及销售均价



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：北方水泥产能利用率和毛利率情况



资料来源：信达证券研发中心

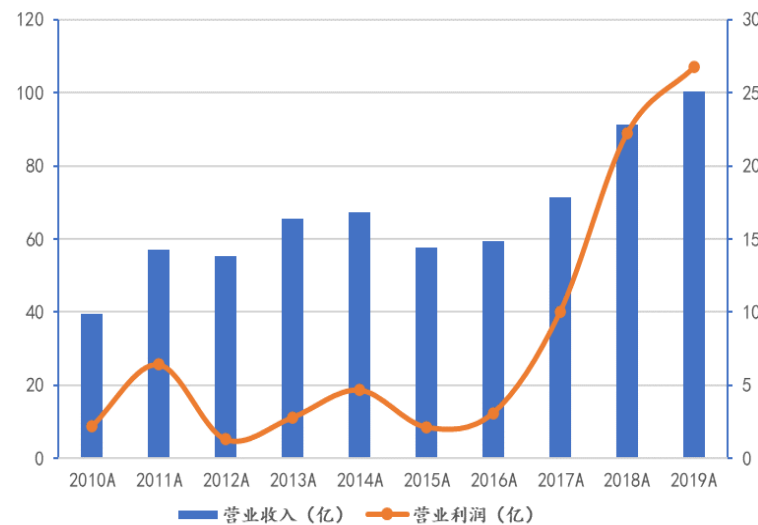
### 中材水泥盈利能力强，业务较为分散

中材水泥业务较为分散，合计 2500 万吨的产能分散在华东、华南、华北及华北等七个省市，且在海外赞比亚具有 100 吨/年产能。但公司主要产能多为 4500-5000 吨/日的中大型产线，能效较高，盈利能力相对较强。此外，公司产线大部分为自身建设，仅在 2003-2006 年的早期重组中材汉江和中材天山云浮等公司，因此公司资产质量相对扎实，无商誉，且固定资产规模相对较小，2010 年以来年度累计减值规模均在 1 亿元以内，水泥价格提升带来现金流改善能够直接转化为净利润。

营收与净利润方面，2019 年公司营收首次突破百亿元，利润总额达到 26.7 亿元，而经营性现金流净额前三季度为 17 亿元，预计全年将达到 30 亿元。资产负债率相对较低，2019 年三季度末仅为 43.69%。

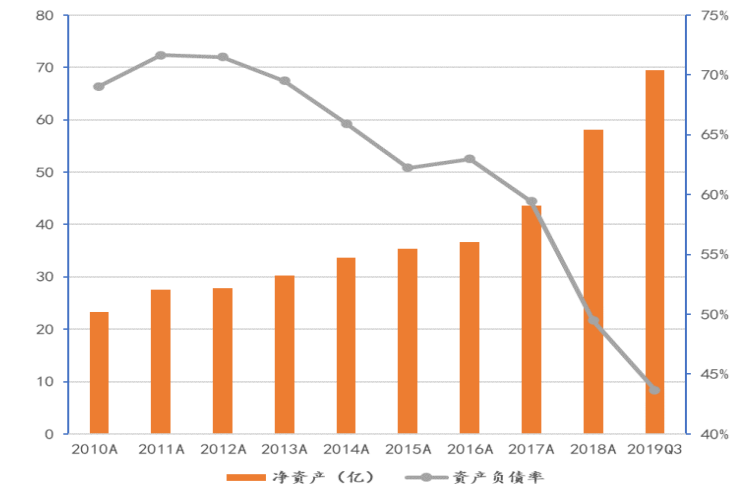
中材水泥业务与南方水泥在湖南、江西、安徽和江苏有较大的业务重合，预计本次重组整合中将于南方水泥加大整合，存在中材水泥进行业务分拆，在上述四省并入南方水泥的可能。而在新疆与天山股份业务重叠，预计将被整合进天山股份。

图 20: 中材水泥收入及营业利润情况



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 21: 中材水泥资产负债率将下降到 40%以下



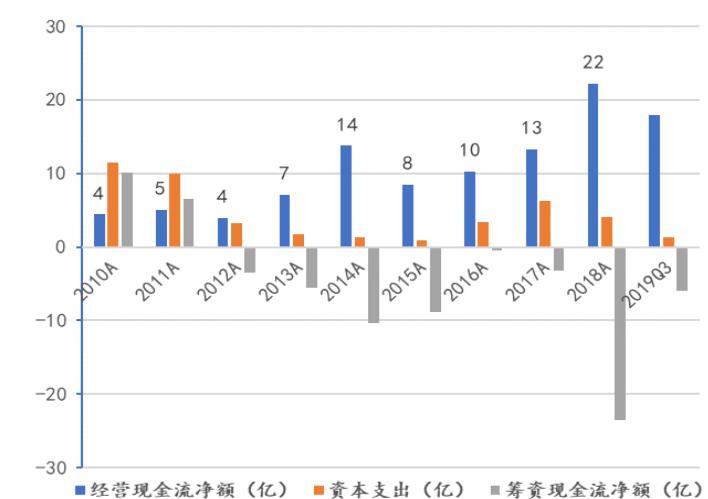
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 22: 中材水泥毛利率水平较高



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 23: 中材水泥资本开支较少



资料来源: 万得, 信达证券研发中心



表 4: 水泥板块各公司产销价格及收入情况

水泥熟料: 千吨 商混: 千立方			2017 年			2018			2019		
			销量	单价(元)	收入(M)	销量	单价(元)	收入(M)	销量	单价(元)	收入(M)
水泥资产	中国联合水泥	水泥	53967	274.5	14813.90	52429	349.7	18334.4	56521	382	21591.02
		熟料	13045	249.4	3253.40	12598	290.2	3655.9	11983	314.1	3763.86
		商混	36501	343.7	12545.40	36847	438.3	16150	47508	472.9	22466.53
		收入 (M RMB)			30612.80			38140.4			47821.42
	南方水泥	水泥	94287	249.3	23505.70	96608	330.4	31919.3	102193	343.4	35093.08
		熟料	18777	248	4656.70	18665	327.3	6109.1	19042	330.5	6293.38
		商混	43620	346	15092.50	47519	442	21003.4	51688	475.9	24598.32
		收入 (M RMB)			43255			59031.7			65984.78
	北方水泥	水泥	16331	314.6	5137.70	14522	327.3	4753.1	15752	296.8	4675.19
		熟料	2001	253.9	508.10	909	287	260.9	2419	256	619.26
		商混	2889	334	964.90	3219	359.6	1157.6	3426	342.2	1172.38
		收入小计			6610.7			6171.5			6466.83
	西南水泥	水泥	86361	247.5	21374.30	90052	298.2	26853.5	91603	309.2	28323.65
		熟料	2325	227.2	528.20	3934	275.1	1082.2	4542	265.5	1205.90
		商混	1333	295	393.20	1308	330.3	432	1060	344.2	364.85
		收入 (M RMB)			22295.8			28367.8			29894.40
	中材水泥	水泥	22464	234.7	5272.30	20579	335.9	6912.5	21775	357.8	7791.10
		熟料	4934	240.2	1185.10	4055	341	1382.8	4318	330.2	1425.80
		商混	777	381.8	296.70	679	480.8	326.5	730	519.6	379.31
		收入 (M RMB)			6754.1			8621.7			9596.21

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 重点公司财务数据

表 5: 涉及公司财务数据

代码	简称	最新价	总市值	收入			净利润			PE			PB		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
3323.HK	中国建材	9.10	767.6	2,541.3	2636.4	2724.5	109.74	132.27	142.17	5.99	5.40	128.14	0.64	0.69	0.63
000877.SZ	天山股份	18.02	189.0	96.9	105.1	113.21	16.36	19.43	21.84	7.6	9.73	8.65		1.73	1.52
600720.SH	祁连山	20.50	159.1	69.3	79.5	86.5	12.34	16.5	18.9	7.89	7.67	6.69	1.43	1.54	1.32
600449.SH	宁夏建材	16.15	77.2	47.9	54.3	57.8	7.69	10.64	12.00	6.94	7.26	6.43	0.96	1.23	1.09
600176.SH	中国巨石	11.75	411.5	104.9	111.43	124.51	21.29	22.08	26.41	17.93	18.64	15.58	2.44	2.40	2.18
002080.SZ	中材科技	17.92	300.7	135.9	159.88	170.77	13.80	17.34	19.85	15.08	17.34	15.15	1.78	2.33	2.12
600970.SH	中材国际	5.72	99.5	243.7	271.1	302.25	15.92	17.21	19.32	7.62	5.78	5.10	1.19	0.88	0.79

资料来源: 万得, 信达证券研发中心 (股价选取 2020 年 7 月 24 日收盘价)

## 风险提示

整合进度不及预期, 整合方案未获股东会通过, 水泥价格大幅下降等。

## 研究团队简介

**姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。**中南大学冶金工程硕士。2008 年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016 年任广发证券有色金属行业研究员。2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

**黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。**中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017 年任广发证券有色金属行业研究员，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

**董明斌，**中国科学技术大学物理学硕士，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究。

**云琳，**乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究发展中心，从事贵金属及小金属研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。