



南京证券
NANJING SECURITIES

行业评级：推荐

有色金属2023年中期策略：建议关注黄金和铝板块

研 究 员 姚成章
投资咨询证书号 S0620523060002
联 系 方 式 025-58519173
邮 箱 czyao@njzq.com.cn

主要内容:

- ❑ **板块H1回顾:** 截至2023年6月21日, 申万有色金属指数年初至今下跌6.36%, 同期沪深300指数下跌0.61%。申万二级子行业中, 23年H1涨幅最大的为贵金属板块, 涨幅为29%。23年H1商品价格中, 黄金、锑、铝、白银、铜价均呈现上涨态势, 其中黄金价格涨幅超过9%; 镁、钴、镍、氧化镨钕、碳酸锂等新能源相关小金属均呈现下跌趋势。
- ❑ **黄金板块有望在震荡后上行:** 短期来看, 在美联储宣布6月暂停加息后, 年内加息50bp的预期不断发酵, 随着CPI等数据因基数效应逐步回落, 美联储或对进一步加息表现得相对谨慎, 短期内金价或在美联储进一步加息的预期下承压震荡运行。中期角度, 参考2018-19年加息转向降息的历史周期, 2023年内结束本轮加息将是大概率事件, 同时2024年美国降息的预期将压制实际利率和美元指数, 利好黄金价格在震荡后上行。长期维度, 各个国家央行通过增加黄金储备来保持本国汇率稳定, 央行对黄金需求的持续增加有望抬升金价中枢。同时当前国际区域性冲突不断, 避险情绪有望增加黄金配置的性价比。
- ❑ **电解铝板块供需紧平衡, 吨铝盈利逐步改善:** 供给端, 近期云南地区进入丰水期, 区域内水电铝的复产预期增强, 但考虑到暑期用电高峰也将来临, 云南地区受限产能大规模复产可能性或不大, 同时受制于电解铝槽启停成本因素影响, 我们预计云南地区复产将较为缓慢, 对整体供应影响可能较小。需求端, 展望下半年, 国内政策或加大对地产行业的合理购房需求的支持力度, “保交楼”政策下地产竣工数据将逐步回暖, 同时, 汽车市场下半年有望逐步回暖, 带动铝的汽车下游需求, 整体来看铝需求端下半年将温和回暖。供需紧平衡下, 具备低成本的电解铝企业将充分受益。
- ❑ **投资建议小结:** 1、黄金板块有望在震荡后走高: 建议逢低关注中金黄金、山东黄金、紫金矿业、湖南黄金、赤峰黄金等。2、铝板块供需紧平衡或将延续, 吨铝盈利将进一步改善: 建议逢低关注中国铝业、云铝股份、神火股份、天山铝业等。
- ❑ **风险提示:** 金属价格下跌风险、金属下游需求不及预期、美联储超预期加息、地缘政治冲突延续、企业生产经营不及预期、国内产业政策变动、汇率波动等。

目录

一、有色金属板块H1回顾

二、黄金板块有望在震荡后上行

三、电解铝板块供需紧平衡，吨铝盈利逐步改善

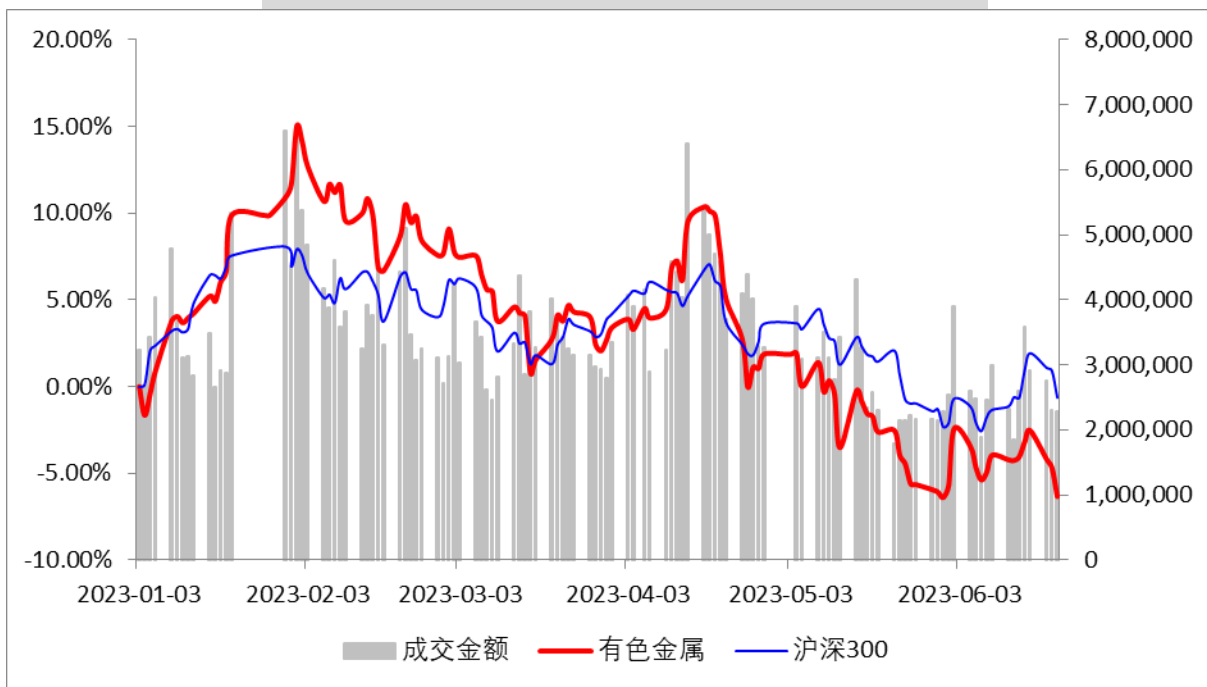
四、投资建议小结

五、风险提示

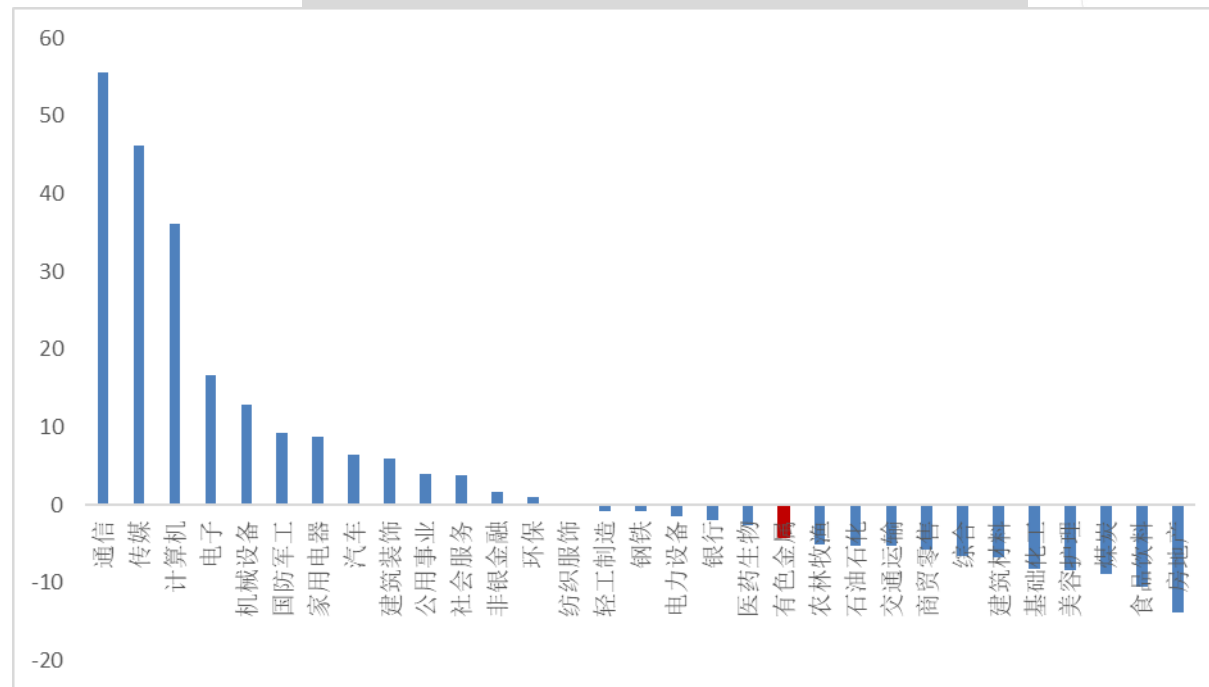
一、有色金属板块H1回顾

- 截至2023年6月21日，申万有色金属指数年初至今下跌6.36%，同期沪深300指数下跌0.61%。
- 截至2023年6月21日，申万有色金属指数涨跌幅在申万31个一级子行业中排名20，属于中下水平。

指数相对沪深300表现

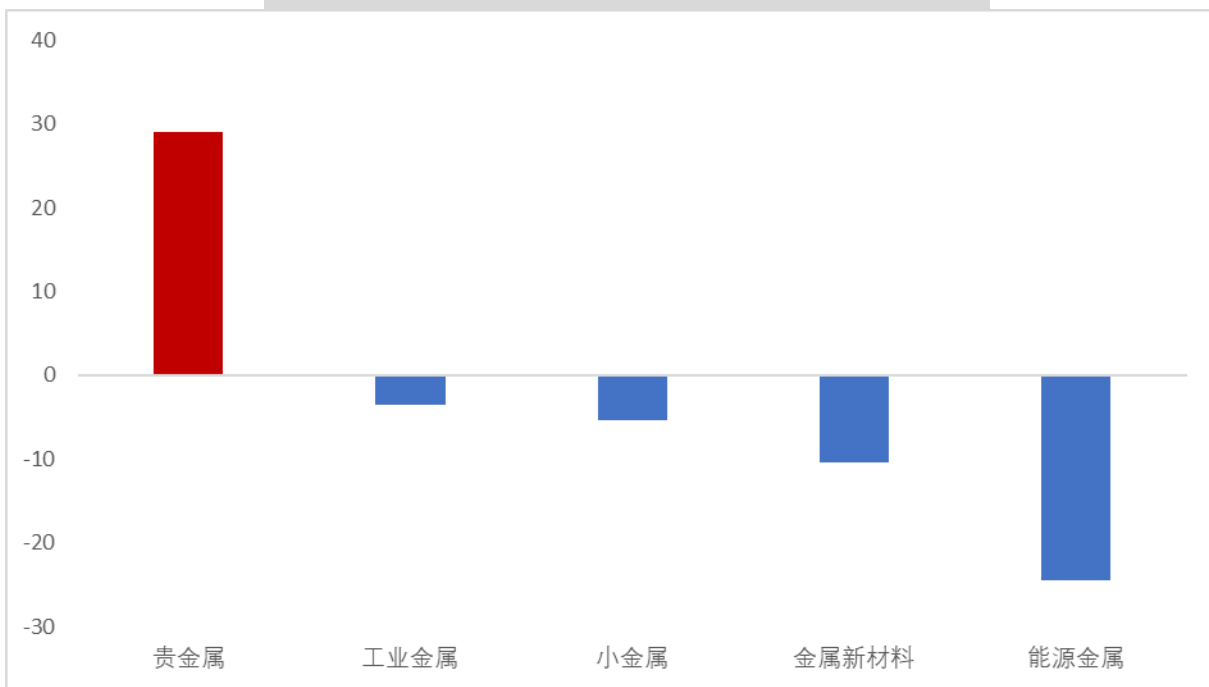


行业指数涨跌幅

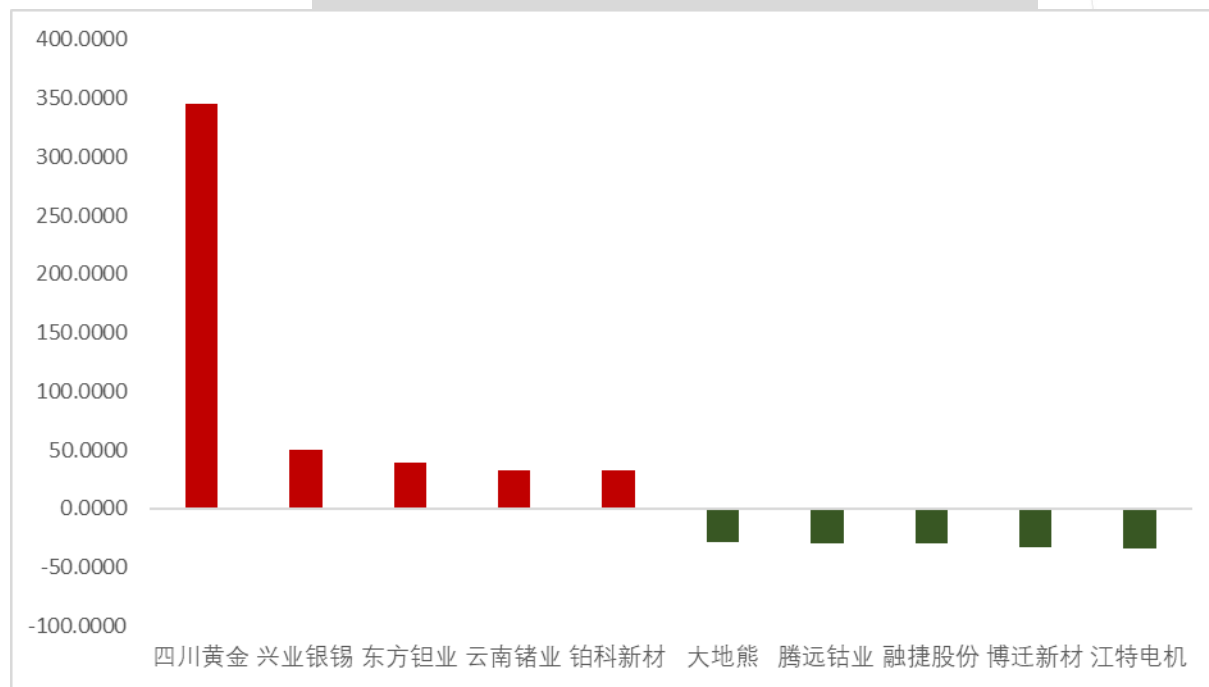


- 申万二级子行业中，23年H1涨幅最大的为贵金属板块，涨幅为29%，工业金属、小金属、金属新材料、能源金属均表现不佳，其中能源金属板块跌幅达-24.5%。
- 个股中涨幅前五为：四川黄金、兴业银锡、东方钽业、云南锗业、铂科新材。
- 个股中跌幅前五为：江特电机、博迁新材、融捷股份、腾远钴业、大地熊。

子行业涨跌情况

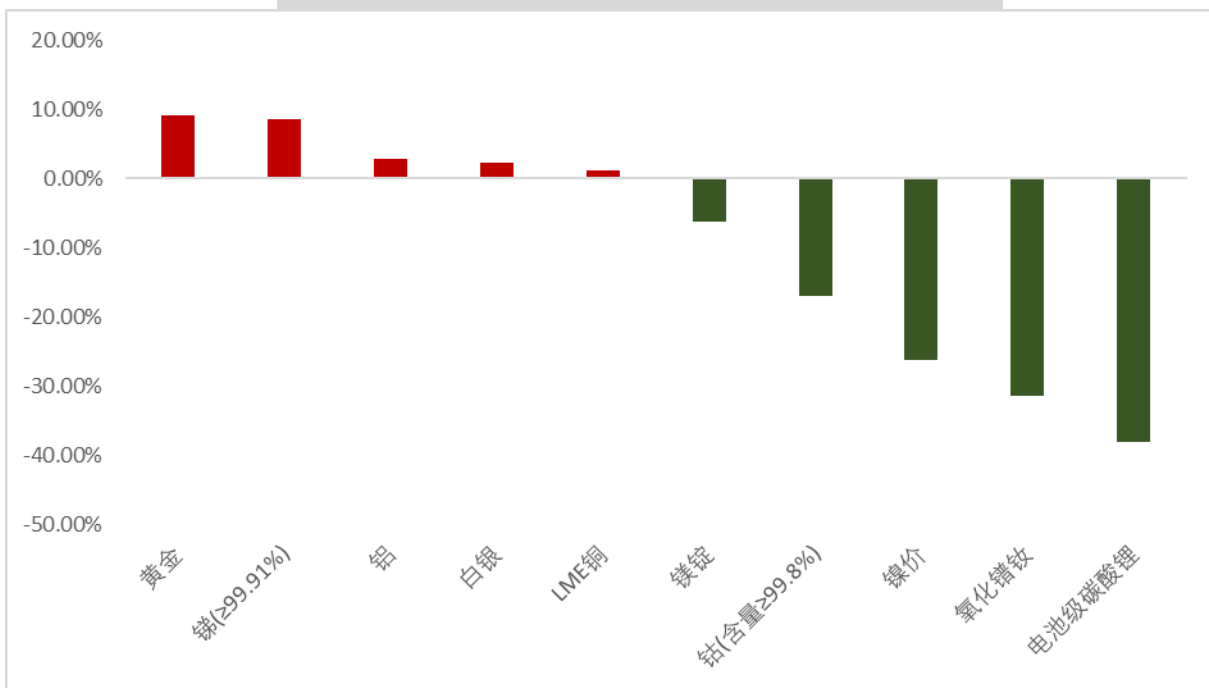


个股表现

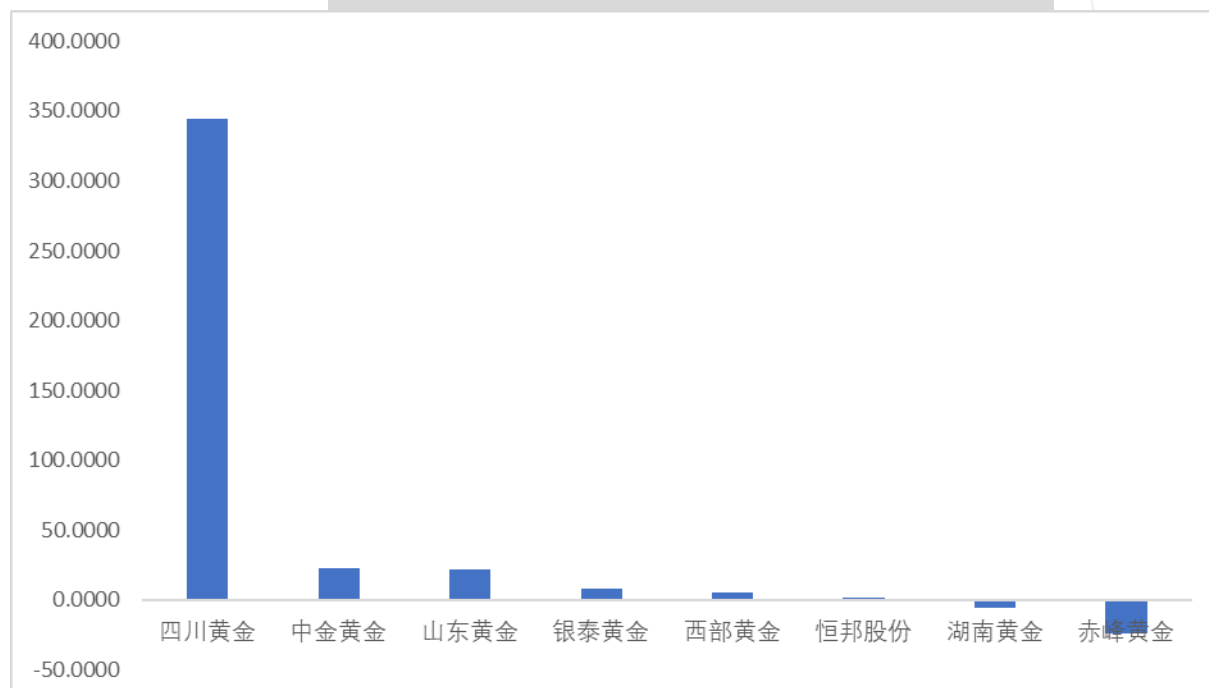


- 23年H1商品价格中，黄金、锑、铝、白银、铜价均呈现上涨态势，其中黄金价格涨幅超过9%；镁、钴、镍、氧化镓、碳酸锂等新能源相关小金属均呈现下跌趋势，其中电池级碳酸锂价格下跌超过38%。
- 23年H1黄金个股大多呈现上涨趋势，其中涨幅最大的为四川黄金，涨幅344%；其次为中金黄金和山东黄金，赤峰黄金跌幅最大。

商品价格涨跌



黄金个股涨跌幅



二、黄金板块有望在震荡后上行

黄金具有商品、货币、金融投资三重属性。

黄金的商品属性主要体现在日常消费和工业生产中，其价格在供给端体现为金价和黄金产量的负相关，在需求侧则与黄金实际需求正相关。

黄金的货币属性曾经体现在“金本位制”中与美元强挂钩，后随着布雷顿森林体系解体，货币属性逐步降低，但美元指数对黄金价格仍有较大关联。

黄金的金融投资属性主要体现在黄金的持有成本可以看作是其他资产的回报率，实际利率可以看作是黄金的持有成本，同时出于避险和通胀因素考虑，黄金具有一定的保值性。

美联储政策影响黄金价格示意图：

开始降息、
QE宽松政策等



货币供应量上升



黄金价格

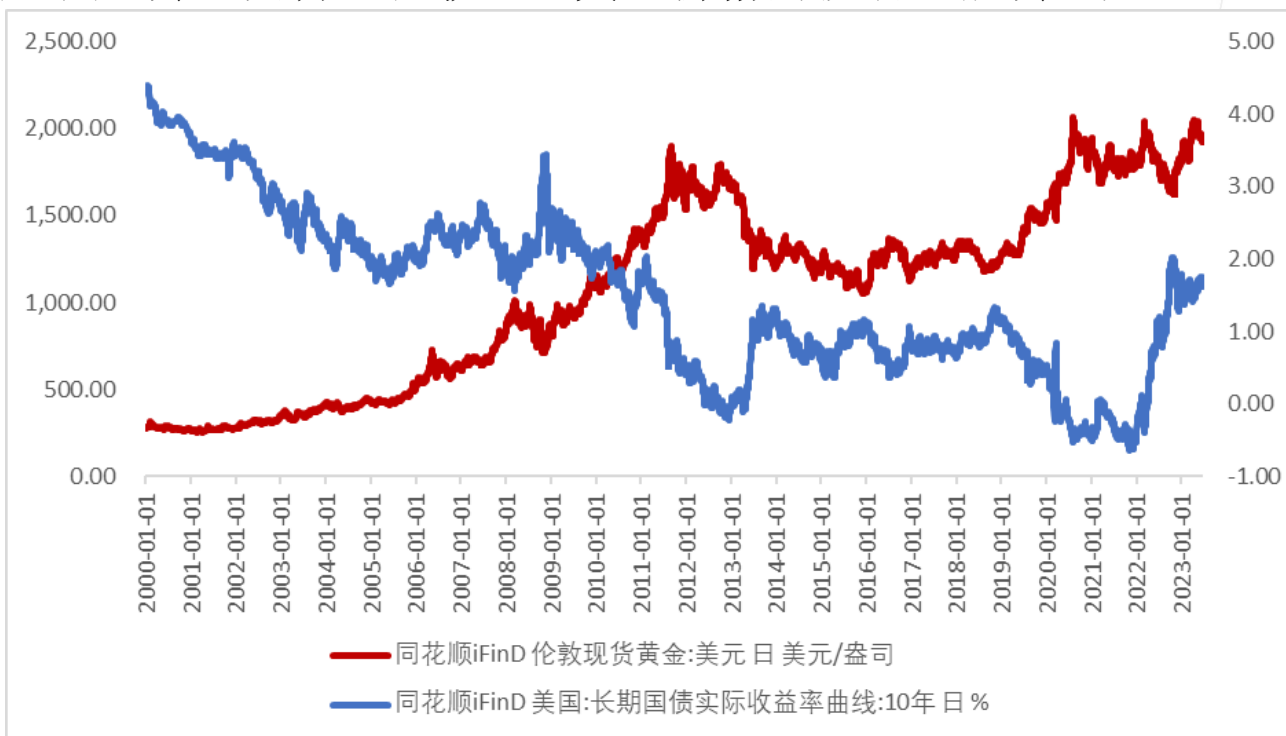


信用货币流通量
和供应量下降



开始加息、
缩表等

- ❑ 美债十年期实际利率和黄金价格呈现负相关。美国长债利率可以看作黄金投资的机会成本，当长期利率上行时，黄金机会成本下降，投资者更倾向于投资美债而非黄金。
- ❑ 同时美债的长期实际利率也能反映出美国所处的经济形势，当实际利率上行时，显示出市场对于美国经济强劲的预期，其经济内生增长率较强；而当实际利率下行时，通常反映市场对美国经济可能陷入低迷期或者衰退期的预期，此时黄金的避险效应会愈发明显和敏感，黄金价格的波动可能会加大。

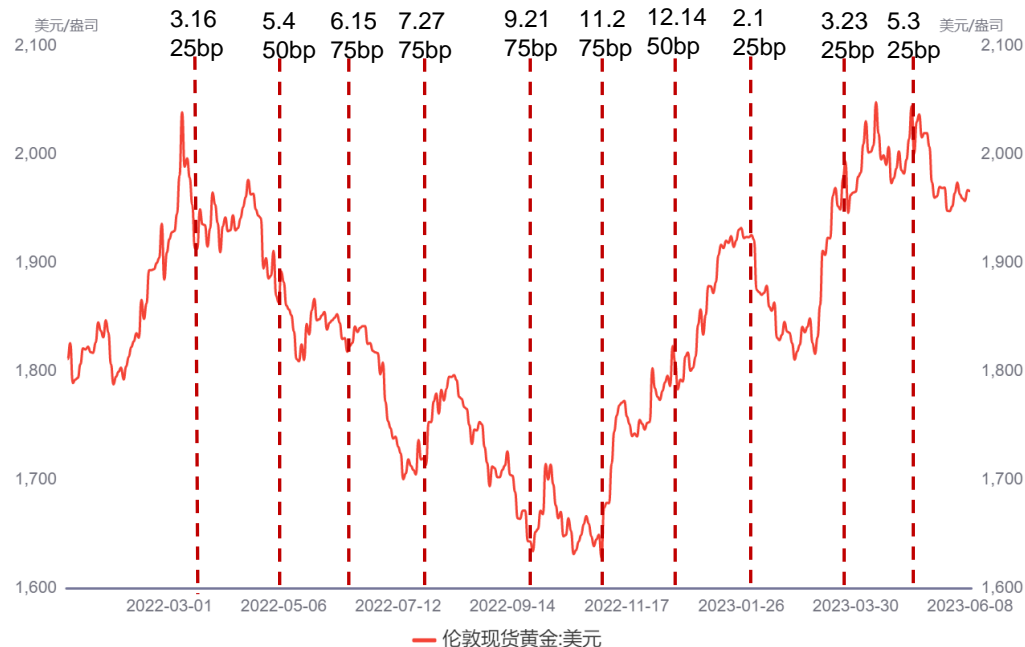


本轮美联储加息情况：

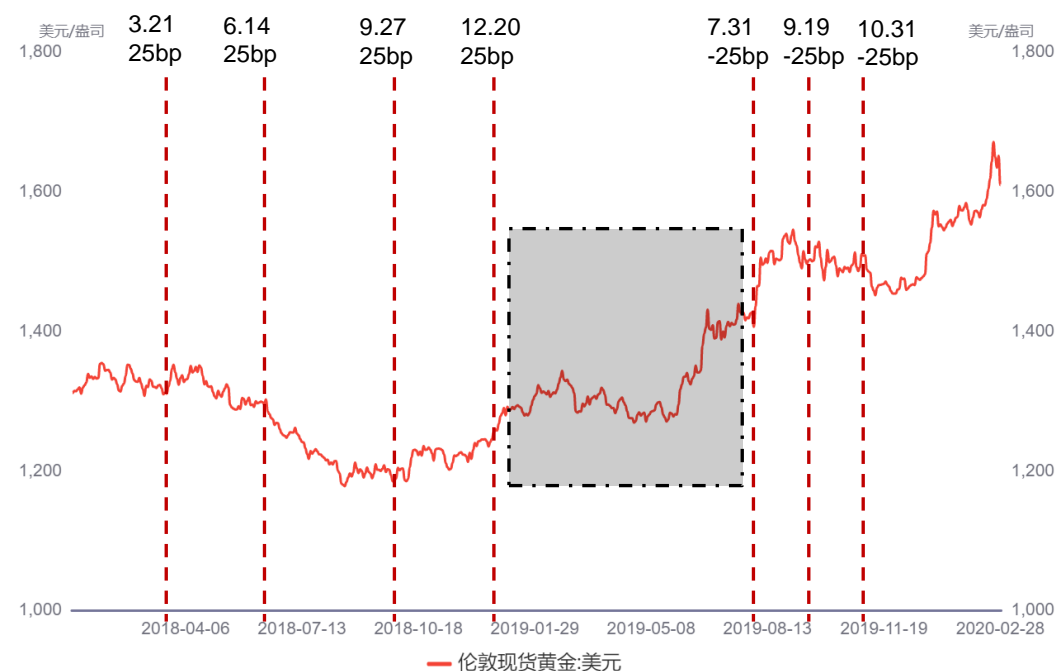
2022年3月开始的第一次加息后，基本每次加息前金价都会有一定幅度的下跌，从加息25bp开始不断加码，直到2022年底加息幅度从75bp转为加息50bp，边际出现明显变化，黄金价格也在11月最后一次加息75bp后不断上扬。最新美联储2023年6月宣布暂停加息，待后续经济数据出炉后再决定是否进一步加息，暂时维持目标利率5-5.25%区间不变，并表态不排除7月加息25bp的可能。

以史为鉴：通过复盘2018-2019年黄金走势和美联储政策，我们认为本轮美联储加息越来越接近尾声，在降息预期不断发酵之际，黄金价格震荡向上概率较高。

2022年以来美联储加息情况



2018-2019年金价复盘



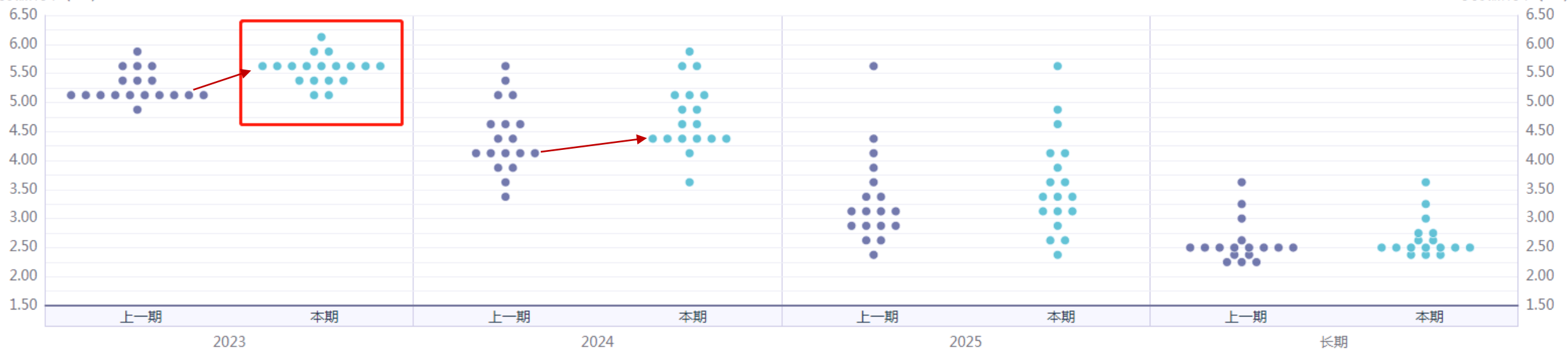
2023年6月15日，美联储宣布6月暂停加息，维持目标利率区间5-5.25%，同时鲍威尔表示几乎所有与会者都预计进一步加息是合适的，但央行内部还没有就7月份是否加息做出决定，同时认为，美国经济存在实现软着陆的途径。

CME： 美联储点阵图中值显示，2023年底利率预期中值为5.6%，相较上次公布的点阵图大幅上调了目标利率，23年上调幅度达50bp，即认为不排除年内美联储仍将加息两次的可能性，7月重启加息的可能性增加。

① 当前对比版本：2023年03月22日 - 2023年06月14日

● 美联储官员(上一期) ● 美联储官员(本期)

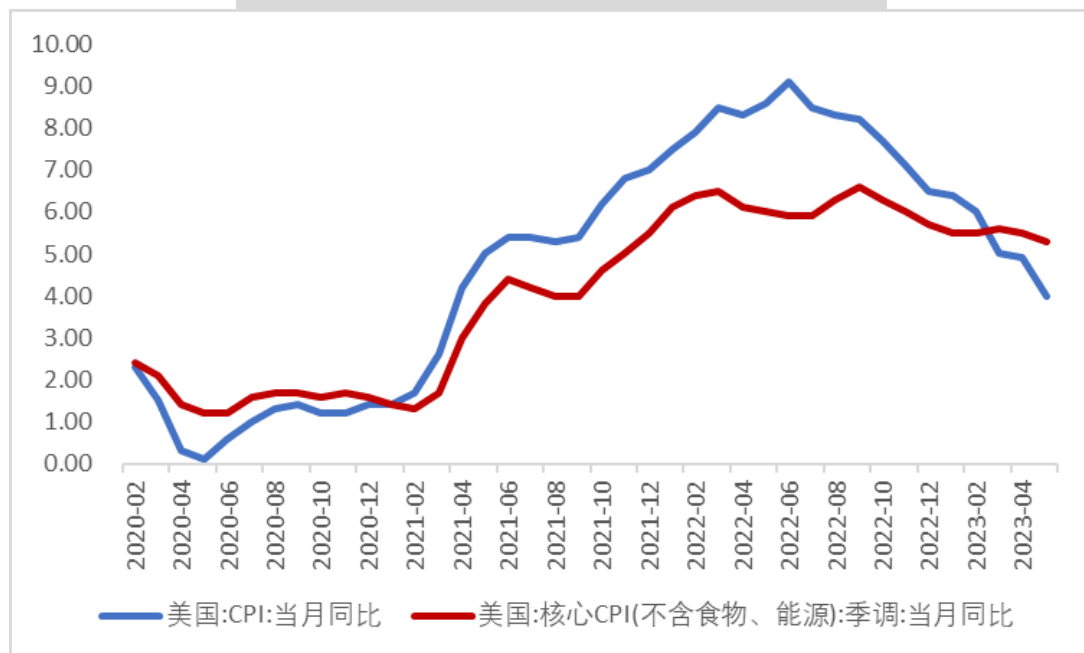
美联储利率 (%)



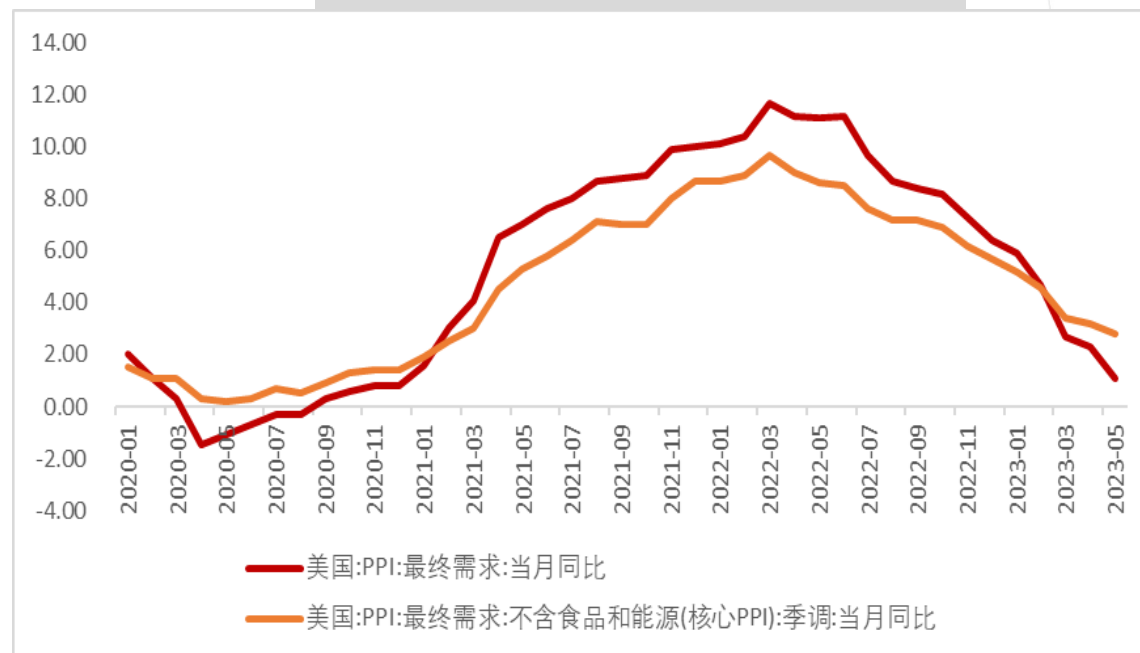
CPI数据持续回落中，核心CPI韧性仍存：美国5月CPI同比4%，预期4.1%，前值5.0%，连续第11个月回落，为两年来的最低水平，比去年同期低4.6个百分点。核心CPI同比5.3%，预期5.3%，前值5.5%。CPI同比高基数效应在5月美国CPI数据中有所反应，我们预计6月美国CPI同比数据将进一步受基数效应影响回落。

美国劳工统计局公布的数据显示，美国5月生产者价格指数(PPI)同比上升1.1%，预期为1.5%，前值为2.3%，为2020年底以来的最小涨幅。美国5月核心PPI同比上升2.8%，预期为2.9%，前值为3.2%。自去年年中以来，由于供应链正常化、消费者支出偏好转向服务业，以及关键商品成本普遍下降，用于衡量批发价格的PPI明显放缓，此数据降温一定程度上反映了供应方面的通胀压力有所缓解，对于美联储维持利率不变的预期有较强支撑。

美国CPI数据



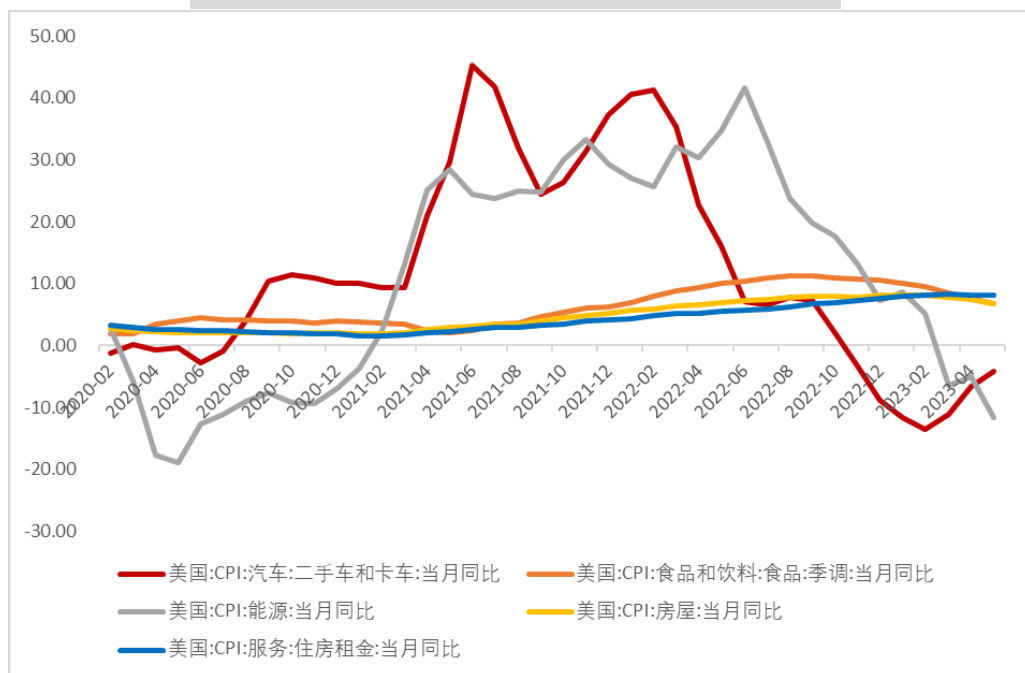
美国PPI数据



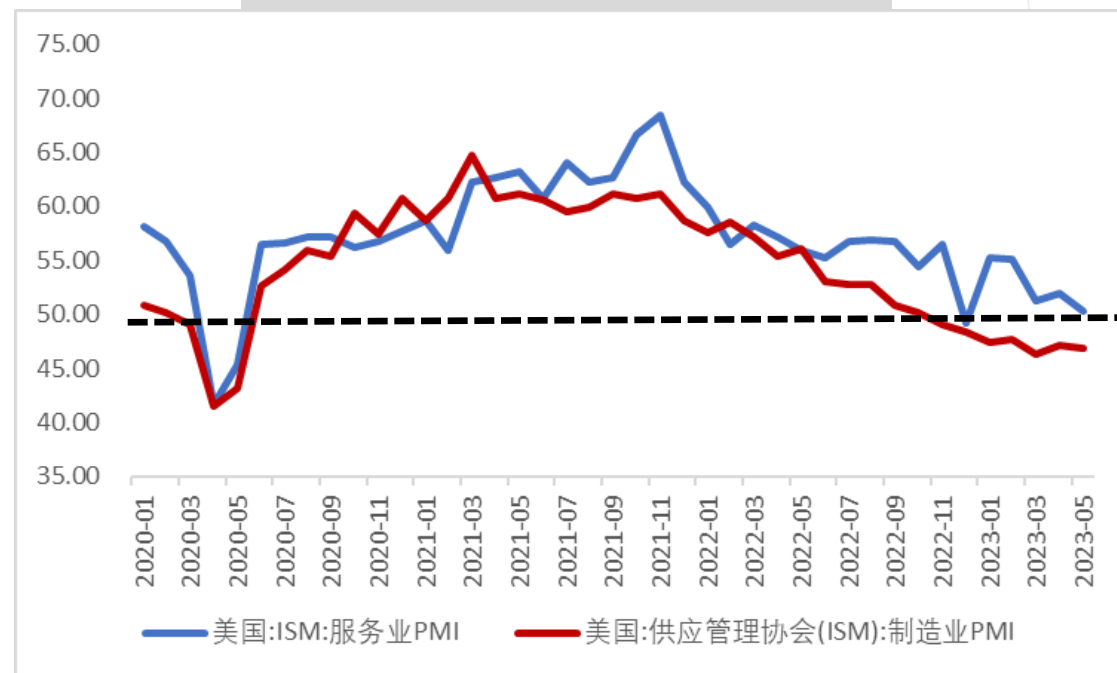
5月，食品价格同比增速延续回落，5月录得同比6.7%，能源价格同比继续下降，降幅扩大至11.7%，原油价格的基数效应愈发明显，能源价格对CPI向下拉动作用明显。核心CPI韧性仍存，本次核心CPI同比5.3%，前值为5.5%。其中二手车价同比降幅收窄，本期为-4.2%。住房租金同比8.1%较上月小幅下降，整体仍处于上升趋势，另外食品项本月同比6.7%，环比上月下降0.9%。总结来看5月CPI主要受二手车和房租贡献。

美国5月ISM非制造业指数50.3，预期52.4，4月前值为51.9；ISM非制造业数据体现的颓势，与上周ISM制造业吻合。美国5月ISM制造业指数仅为46.9，较4月回落，且不及预期，已连续七个月萎缩，持续萎缩时间创下2009年以来最长。

美国CPI分项数据



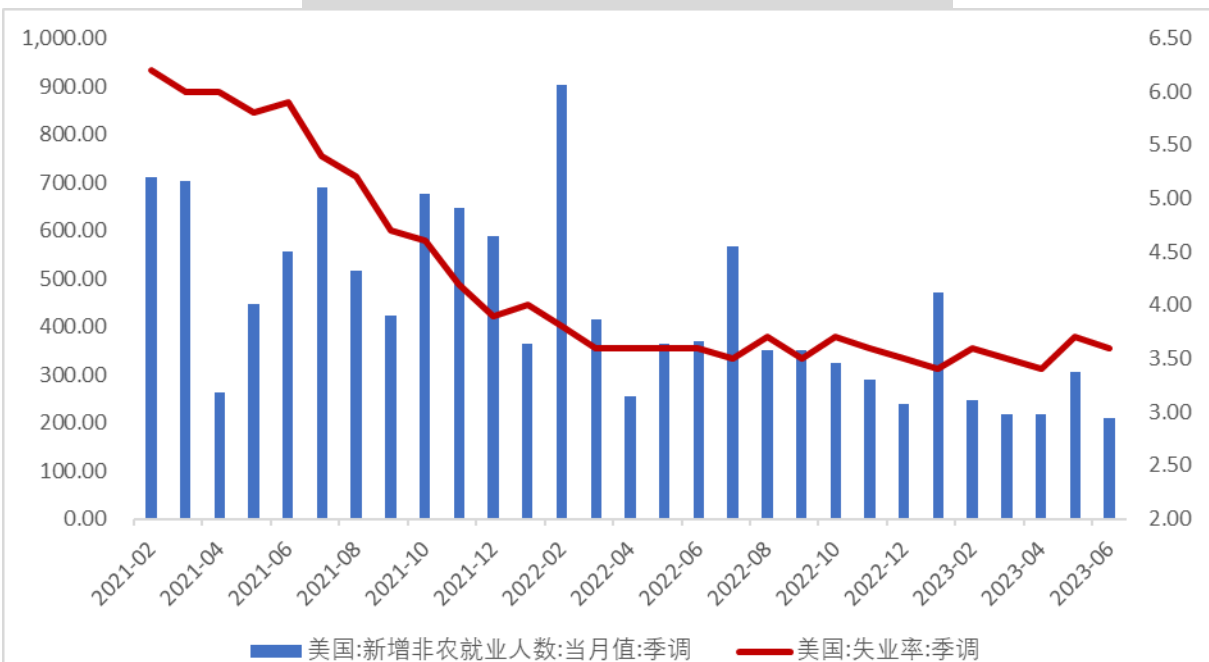
美国PMI数据



最新的美国6月失业率为3.6%，继续维持在较低水平，但相较于5月下降0.1%；6月新增非农就业人数为20.9万人，低于预期，较前值30.6万人明显回落，对7月是否继续加息产生了一定的扰动。同时从最新数据来看，美国劳工部公布，截至7月1日当周，美国首次申领失业救济人数为24.8万人，高于前值23.9万人，同时美国非农就业员工私营企业的平均时薪仍在缓慢上涨，6月季调后涨幅和5月持平。

当前的新增非农与薪资环比进一步下行展示了美联储预期“经济软着陆”的主要路径：即维持劳动力市场高景气的同时放缓工资上升水平来抑制通胀的回升，基于此我们认为美联储在6月暂停加息后进一步加息的可能性相对较小，但不能排除7月重启加息的可能性。

美国就业情况



美国私营企业平均时薪情况

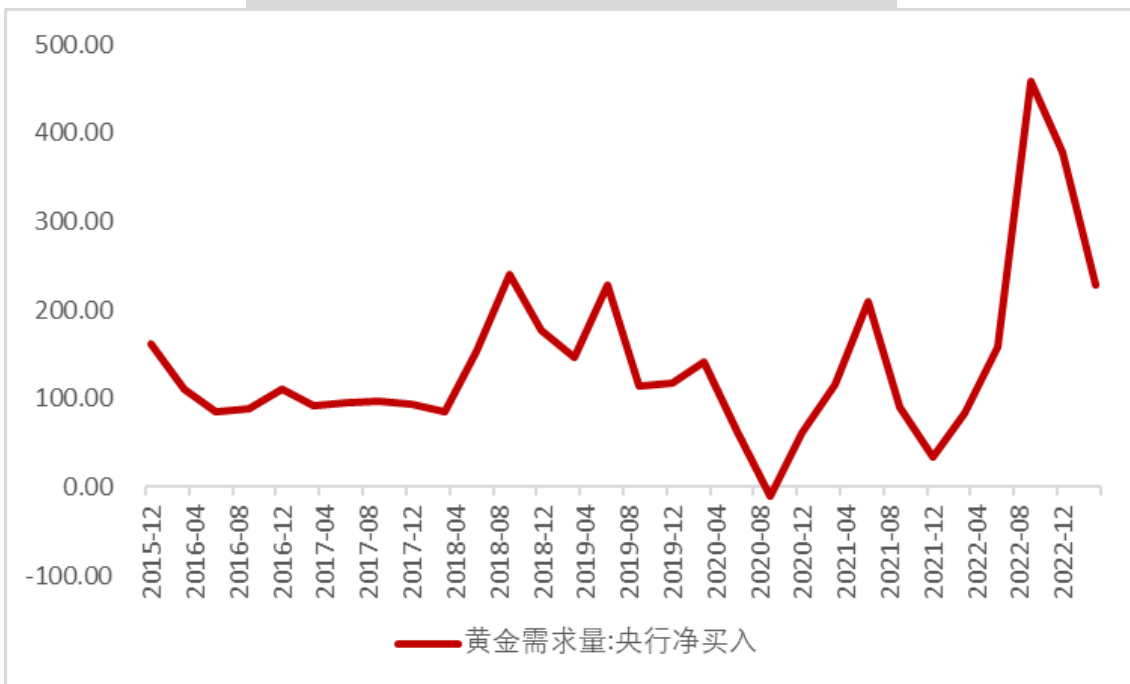


根据世界黄金协会统计数据，2022年央行黄金净买入量不断增大，22年Q4净买入量为417吨，2023年Q1保持净买入在228吨的水平，央行的持续净买入对黄金价格支撑作用相对较强。

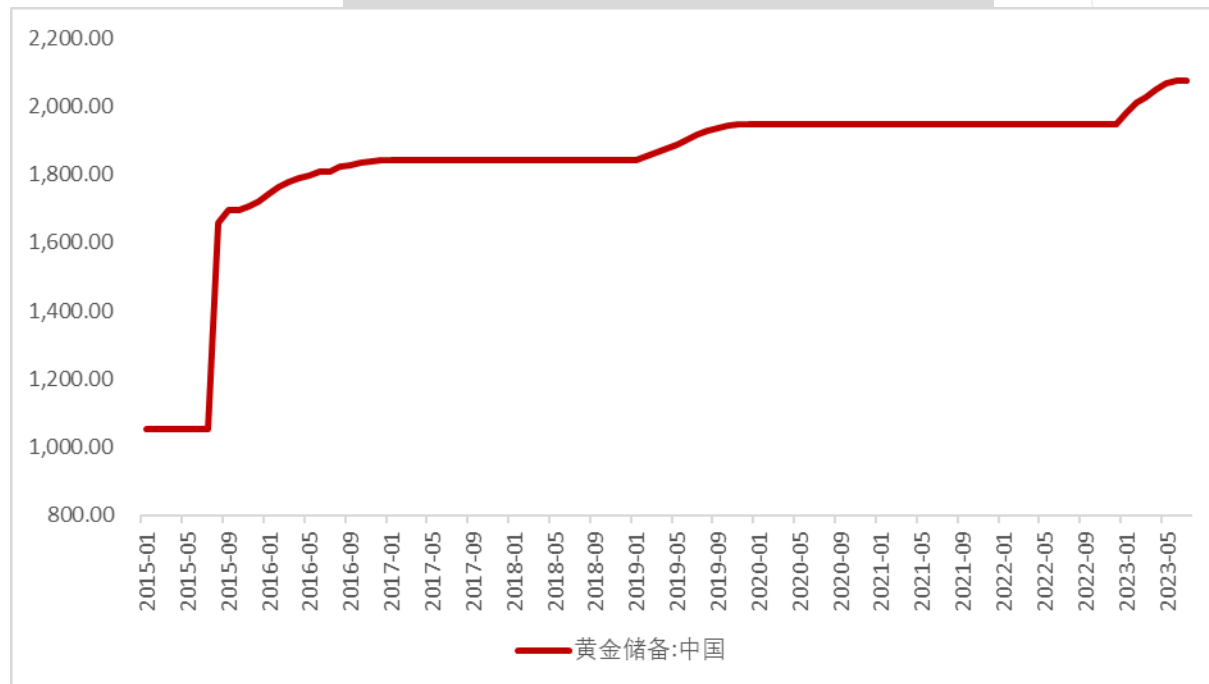
中国黄金储备自2019年底后维持1948吨不变，在2022年底持续增加至2050吨附近，年初至今呈现连续增持状态，据最新数据，7月7日，国家外汇管理局发布的数据显示，中国6月黄金储备为6795万盎司，5月末为6727万盎司，环比增加68万盎司。

在目前复杂的国际环境下，黄金避险资产的地位进一步增强，世界央行对于增加黄金储备以应对国际风险的态度逐步成为共识，推动黄金的整体需求增加，支撑黄金价格。

央行黄金需求情况



中国黄金储备情况



从黄金投资需求来看：

- 1、世界黄金协会统计的**ETF**黄金投资需求在**2022年Q3**触底后目前处于持续回升，我们认为**2022年ETF**投资需求的下降主要是基于黄金价格在美联储加息影响下的走弱带动投资情绪的负反馈，目前随着金价的不不断走高，我们认为其正向反馈将愈发明显。
- 2、从全球最大的黄金**ETF**来看，**SPDR**持仓年初以来也呈现触底回升的状态，因为**ETF**的流通性较实物黄金更为方便，我们认为在美联储加息放缓之际带动金价的逐步上行，参与黄金**ETF**投资的情绪会持续回暖，从而进一步推动黄金价格的上行。

ETF投资需求

黄金需求量:ETF投资需求



数据来源：同花顺iFind

SPDR持仓情况

SPDR:黄金:持仓量(吨)



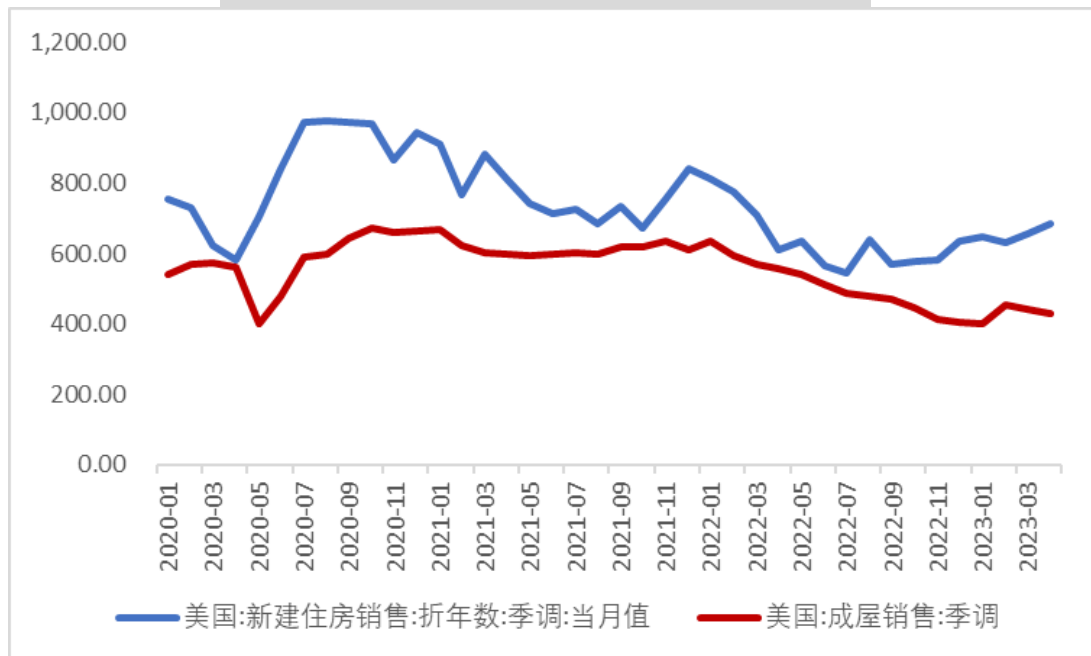
数据来源：同花顺iFind

避险情绪带动黄金价格的上涨不容忽视：

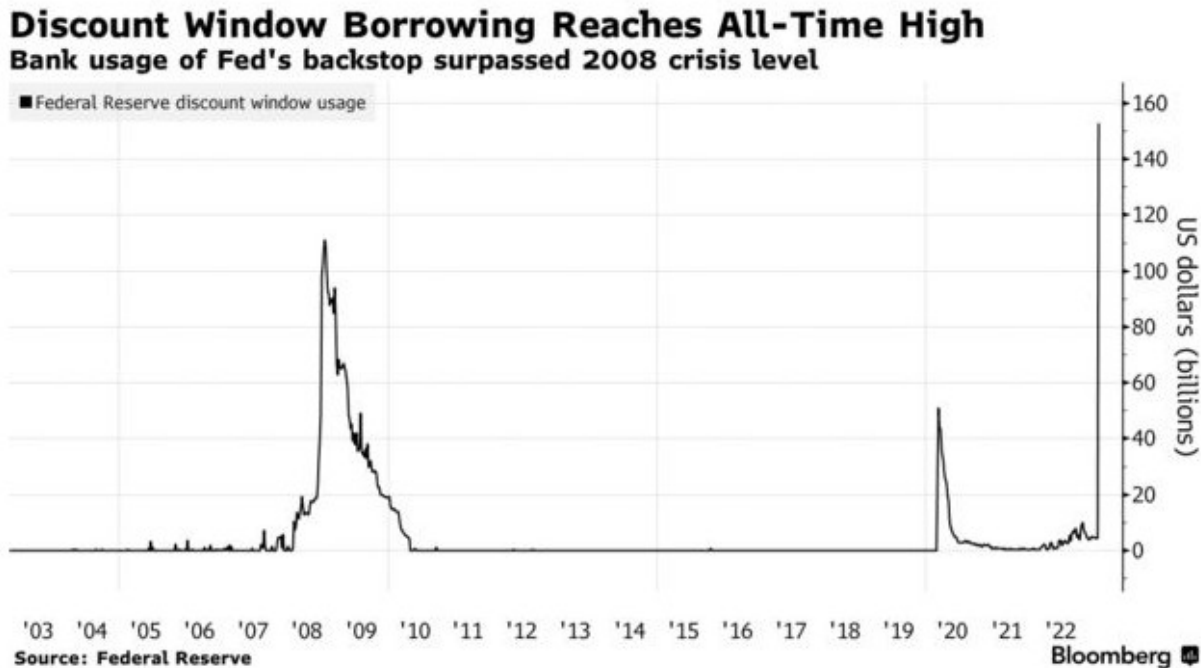
2023年3月以来，硅谷银行、瑞信银行等欧美银行纷纷暴雷，虽然当前这些局部风险已在监管部门的及时救助下基本平息，但在欧美央行激进加息导致宏观流动性收紧的背景下，银行资产负债表的脆弱性逐渐暴露，流动性风险及银行信任危机仍不容忽视。

目前美国新房、二手房销量仍在持续下滑中，虽年初有小幅反弹，但地产作为高杠杆行业，其发生风险概率较高，本轮潜在风险更高的可能是商业地产贷款风险，与普通居民购房贷款固定利率不同，商业地产贷款期限短，新贷款的利率因加息导致上行较快，同时如果抵押品估值下降，则银行会要求借款人增加担保或提前还款，推高违约风险，进一步引发恶性循环。

美国房屋销售下滑



美联储贴现窗口借款创纪录



黄金板块小结：

短期来看，在美联储宣布6月暂停加息后，年内加息50bp的预期不断发酵，随着CPI等数据因基数效应逐步回落，核心通胀问题逐步缓解，美联储或对进一步加息表现得相对谨慎，等待经济数据的不断验证，短期内金价或在美联储进一步加息的预期下承压震荡运行。

中期角度，参考2018-19年加息转向降息的历史周期，2023年内结束本轮加息将是大概率事件，同时2024年美国降息的预期将压制实际利率和美元指数，利好黄金价格在震荡后上行。

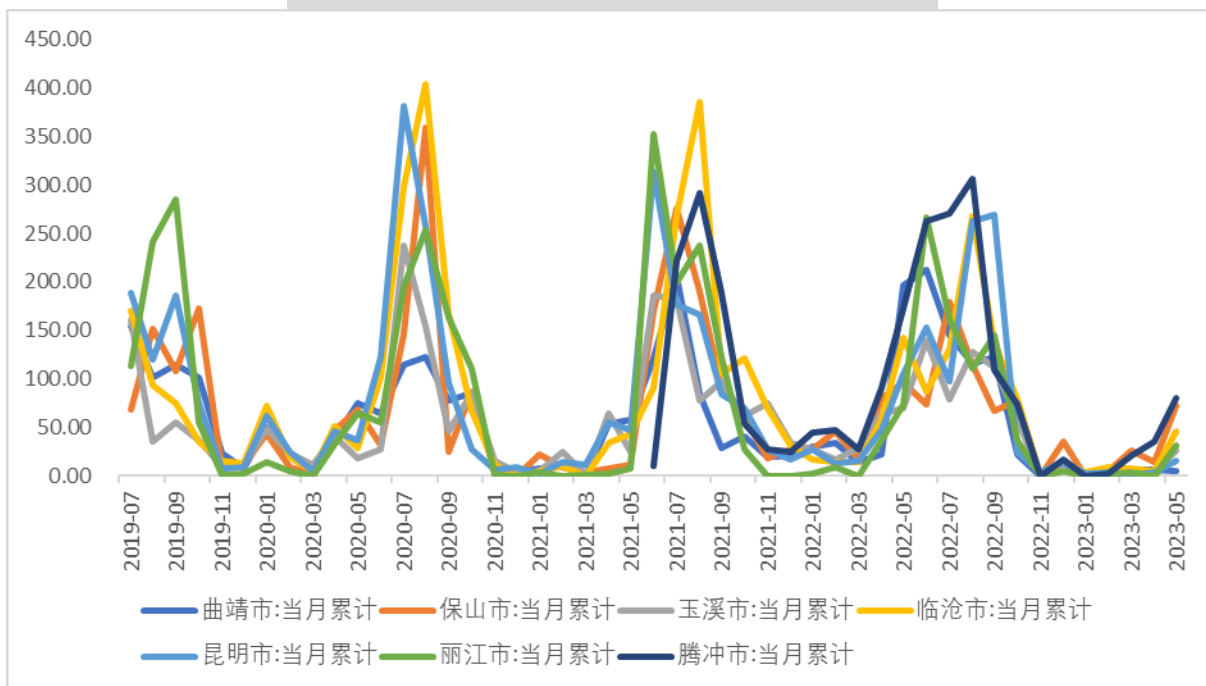
长期维度，出于自主可控和安全角度考虑，各个国家央行通过增加黄金储备来保持本国汇率稳定、降低经济波动风险，央行对黄金需求的持续增加有望抬升金价中枢，全球最大的ETF（SPDR）持仓的回暖将有望带动金价的正反馈机制。同时当前国际区域性冲突不断，避险情绪有望增加黄金配置的性价比。

建议逢低关注中金黄金、山东黄金、紫金矿业、湖南黄金、赤峰黄金等。

三、电解铝板块供需紧平衡，吨铝盈利逐步改善

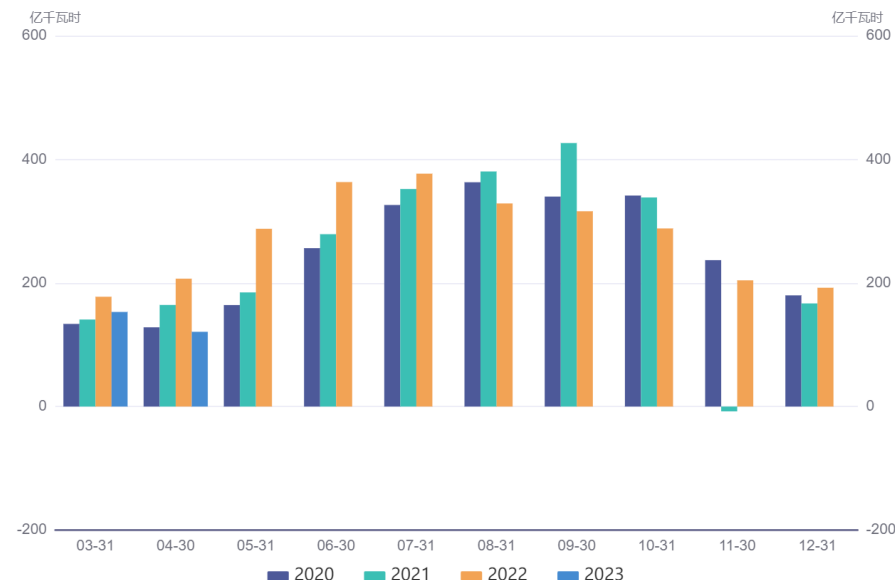
云南气象数据，2023年1月1日至4月20日，云南省平均降水量为34.6毫米，较历史同期偏少63.6毫米（64.8%），为近五年来降水最少年份。受此影响，今年1-5月，云南771.5亿千瓦时的水力发电量，同比减少了20.5%。近期云南地区降水量有所上升，对于水电发电量上升的预期较浓，同时我们观察到云南主要城市5月降水量相较于2022年明显下降，（主要7城市）同比降幅超65%，降水量的推迟也将导致水电发电量高峰的推迟，增加了云南地区水电供应的不确定性。

云南主要城市降水量



云南水电发电量

云南:规模以上工业产品产量:发电量:水电:当月值



数据来源: 同花顺FinD

根据百川盈孚统计数据，2023年国内电解铝产能已减产123.7万吨，已确定待减产20万吨，未明确减产100万吨。

国内电解铝产能减产、拟减产明细

省份	企业	总产能	原运行产能	现运行产能	已减产	减产时间	已确定待减	或减产但未明确	单位
山东	山东魏桥铝电有限公司	592	530	530	0	待定	0	100	万吨
山东	山东南山铝业股份有限公司	80	73	68	5	2023年3月	20		万吨
贵州	遵义铝业股份有限公司	42	25	12	13	2023年1月	0		万吨
贵州	贵州华仁新材料有限公司	50	25	12	13	2023年1月	0		万吨
贵州	安顺市铝业有限公司	13.5	8	0	8	2023年1月	0		万吨
贵州	贵州省六盘水双元铝业有限责任公司	15	10	10	0	2023年1月	0		万吨
贵州	贵州兴仁登高新材料有限公司	50	37.5	25	12.5	2023年1月	0		万吨
云南	云铝集团	310	227	184.8	42.2	2023年2月	0		万吨
云南	云南神火铝业有限公司	64	72	54	18	2023年2月	0		万吨
云南	云南其亚金属有限公司	25	28	21	7	2023年2月	0		万吨
广西	广西田林百矿铝业有限公司	30	30	25	5	2023年3月	0		万吨
					123.7		20	100	万吨

根据百川盈孚数据，2023年国内电解铝产能已复产152.5万吨，待复产195.2万吨，预计年内最终实现复产277.5万吨。

国内电解铝产能已复产、拟复产

省份	企业	总复产规模	已复产	始复产通电时间	待复产	预期年内还可复产	预期年内最终实现累计	单位
山西	山西兆丰铝电有限责任公司	4.5	0	2023年	4.5	4.5	4.5	万吨
广西	广西来宾银海铝业有限公司	19	19	2023年一季度	0	0	19	万吨
广西	广西苏源投资股份有限公司	10	10	2023年一季度	0	0	10	万吨
四川	四川启明星铝业有限责任公司	2.5	0	2023年4月	2.5	2.5	2.5	万吨
四川	阿坝铝厂	11	8.5	2023年1月	2.5	2.5	11	万吨
四川	眉山市博眉启明星铝业有限公司	2.5	0	2023年4月	2.5	2.5	2.5	万吨
四川	广元中孚高精铝材有限公司	20	20	2023年2月	0	0	20	万吨
四川	广元弘昌晟铝业有限责任公司	3.5	3.5	2023年3月	0	0	3.5	万吨
贵州	遵义铝业股份有限公司	28	16	2023年3月	12	12	28	万吨
贵州	贵州华仁新材料有限公司	28	28	2023年2月	0	0	28	万吨
贵州	安顺市铝业有限公司	8	0		0	0	0	万吨
贵州	贵州省六盘水双元铝业有限责任公司	4	4	2023年3月	0	0	4	万吨
云南	云铝集团	123.2	6	2023年6月	117.2	69	75	万吨
云南	云南神火铝业有限公司	36	1	2023年6月	35	20	21	万吨
云南	云南宏泰新型材料有限公司	18	13	2023年6月	5	5	18	万吨
云南	云南其亚金属有限公司	14	0	2023年二季度	14	7	7	万吨
河南	河南豫港龙泉铝业有限公司	11	11	2023年3月	0	0	11	万吨
贵州	贵州兴仁登高新材料有限公司	12.5	12.5	2023年二季度	0	0	12.5	万吨
		355.7	152.5		195.2	125	277.5	万吨

资料来源：百川盈孚统计，南京证券研究所

根据百川盈孚数据，2023年国内电解铝产能新建设177.7万吨，已投产37.7万吨，预计年内最终实现投产92.7万吨，仅接近计划的一半。

拟投产、在建产能明细

省份	企业	新产能	新产能已投产	待开工新产能	始投产时间	年内另在建且具备投产能力新产能	预期年内还可投产	预期年度最终实现累计	单位
甘肃	甘肃中瑞铝业有限公司	11.2	11.2	0	#####	0	0	11.2	万吨
内蒙古	内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司铝电分公司	26	6	20	#####	0	20	26	万吨
云南	云南宏泰新材料有限公司	108	0	108	2023年二季度	0	25	25	万吨
贵州	贵州兴仁登高新材料有限公司	12.5	12.5	0	2023年二季度	0	0	12.5	万吨
贵州	贵州元豪铝业有限公司	10	8	0	#####	0	0	8	万吨
贵州	贵州华仁新材料有限公司	10	0	10	2023年三季度	0	10	10	万吨
		177.7	37.7	138		0	55	92.7	万吨

随着居民用电即将进入季节性旺季，近期北方多地最高气温突破历史同期极值，南方地区大范围降水持续，6月以来，赤道中东太平洋海表温度明显上升，目前已进入厄尔尼诺状态。夏季全国用电需求将进一步增加，目前数据来看5月全国城乡居民生活用电量超过过往三年水平。

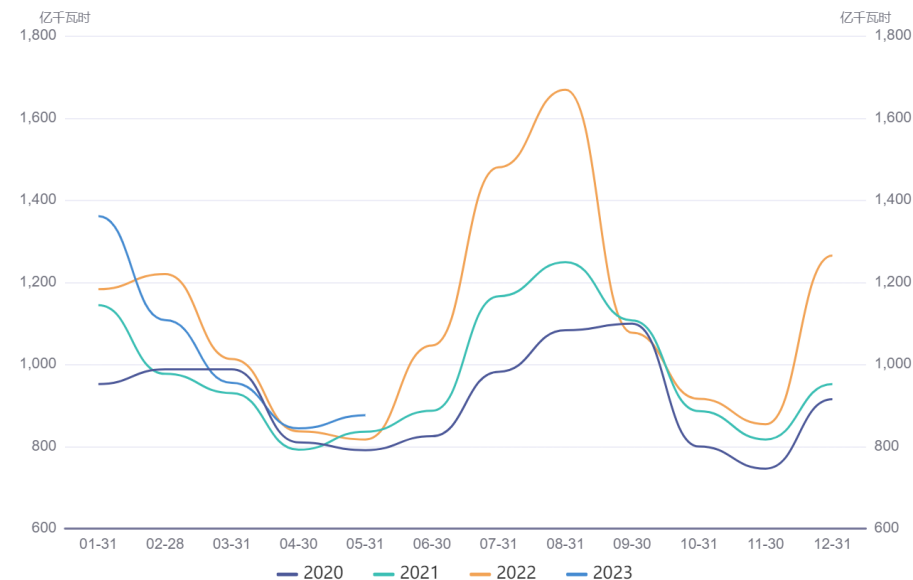
云南地区虽然降水恢复，水电发电量预期增加，但其承担“西电东送”的重要任务，发电量也将优先保障南方多地如广东地区的居民生活用电，实际可分配剩余电量用于电解铝等高耗能工业生产不确定性较高。整体来说，我们预计云南地区的复产仍具有较强不确定性，对整体电解铝的供应扰动相对较小。

“西电东送”示意图



全国居民用电情况

全社会用电量:城乡居民生活用电量:当月值

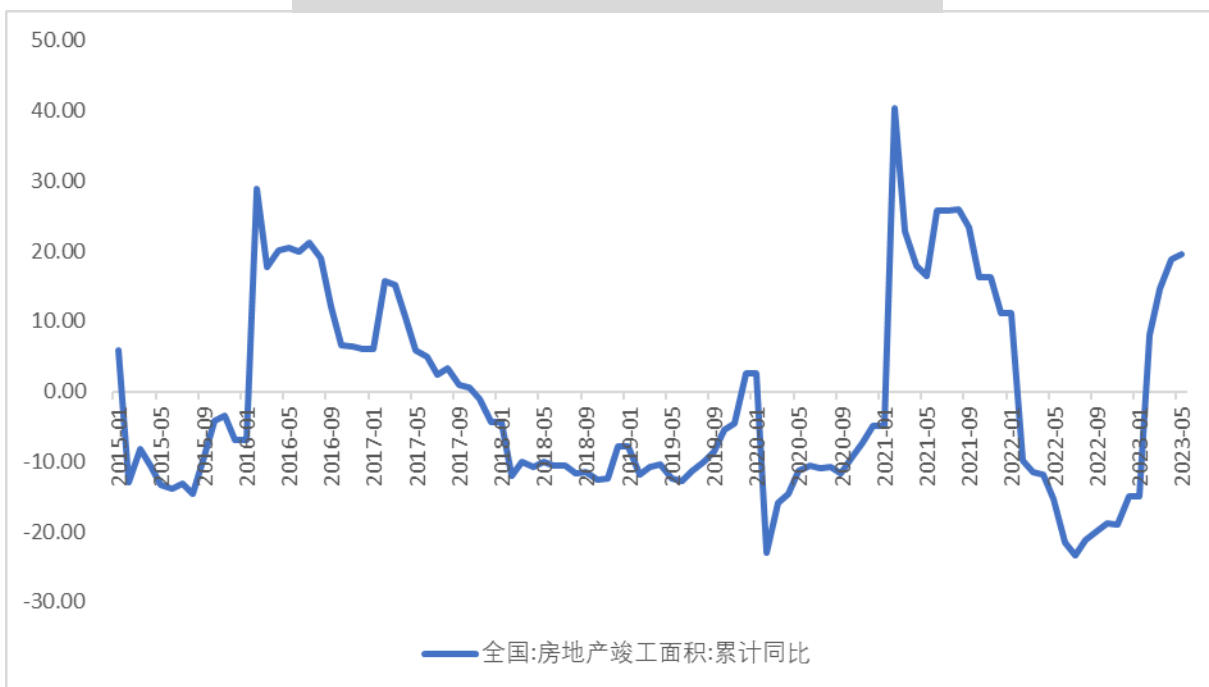


数据来源: 同花顺iFinD

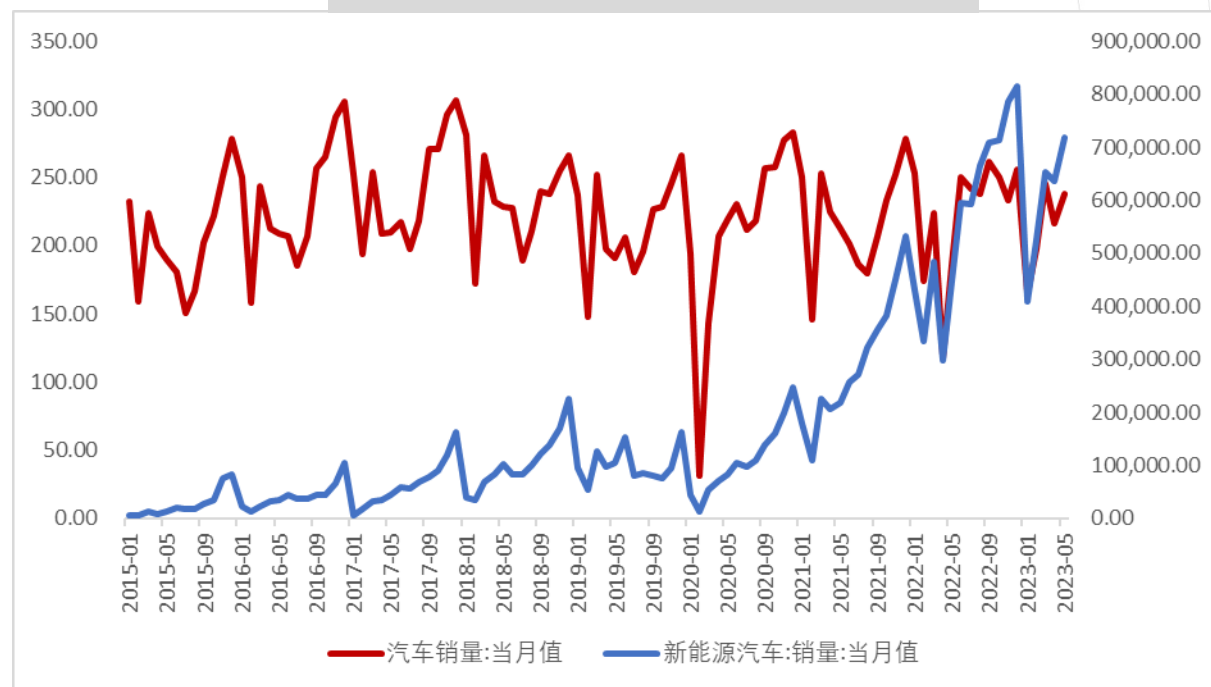
需求端方面，年初至今地产竣工端数据持续向好，1-5月，房屋竣工累计面积2.78亿m²，同比增长19.6%，竣工面积同比涨幅扩大。部分房企在高负债、高杠杆、高周转模式运行下，销售回款不畅、新增融资受阻，资金链出现问题，部分已售商品住宅项目因资金周转困难而停工或逾期交付，2022年来“保交楼、稳民生”工作不断推进，我们预计地产竣工端数据将持续改善，带动铝需求回暖。

2023年1-5月新能源汽车销量294万辆，同比增长47%；1-5月汽车整体销量1061.7万辆，同比增长11.23%。6月21日，三部门联合发布《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》，对于新能源车购置税进一步优化，此举有望进一步拉动新能源车的销量，带动汽车用铝型材的需求持续向好。

房地产竣工端数据



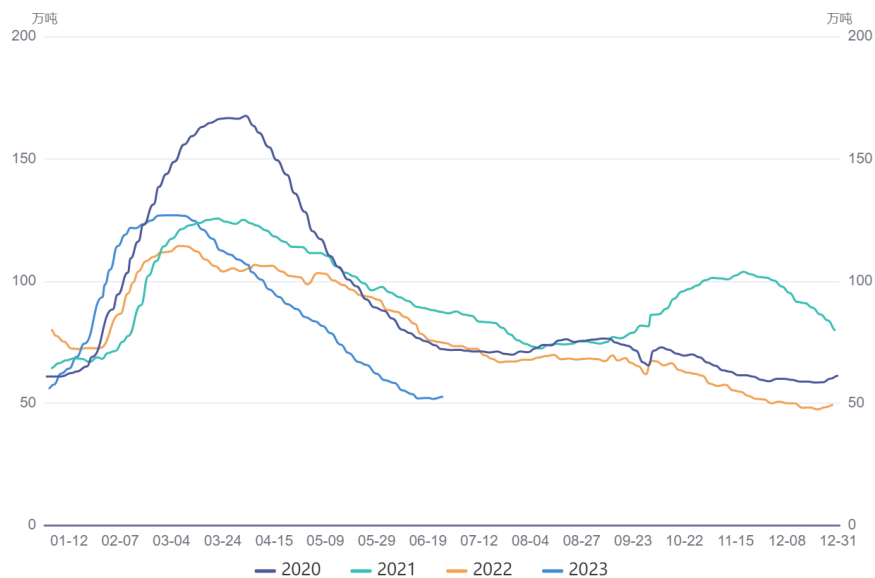
汽车销售情况



库存端方面，上海有色电解铝社会库存年初至今去库力度较强，6月最新库存已降至51万吨左右，低于往年同期极值，同时已触及季节性低位，随着下游需求端不断回暖，我们预计补库将对铝价有较强支撑。海外LME铝库存年初至今变化不大，相较于2020年和2021年处于低位。

电解铝国内社会库存

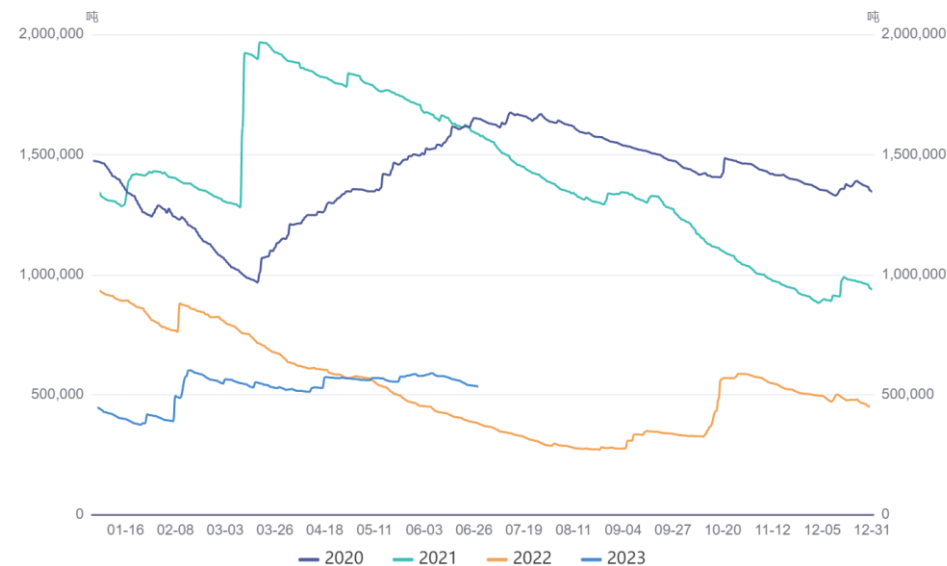
上海有色:库存:电解铝:总计



数据来源: 同花顺FinD

LME铝库存

LME铝:库存:合计

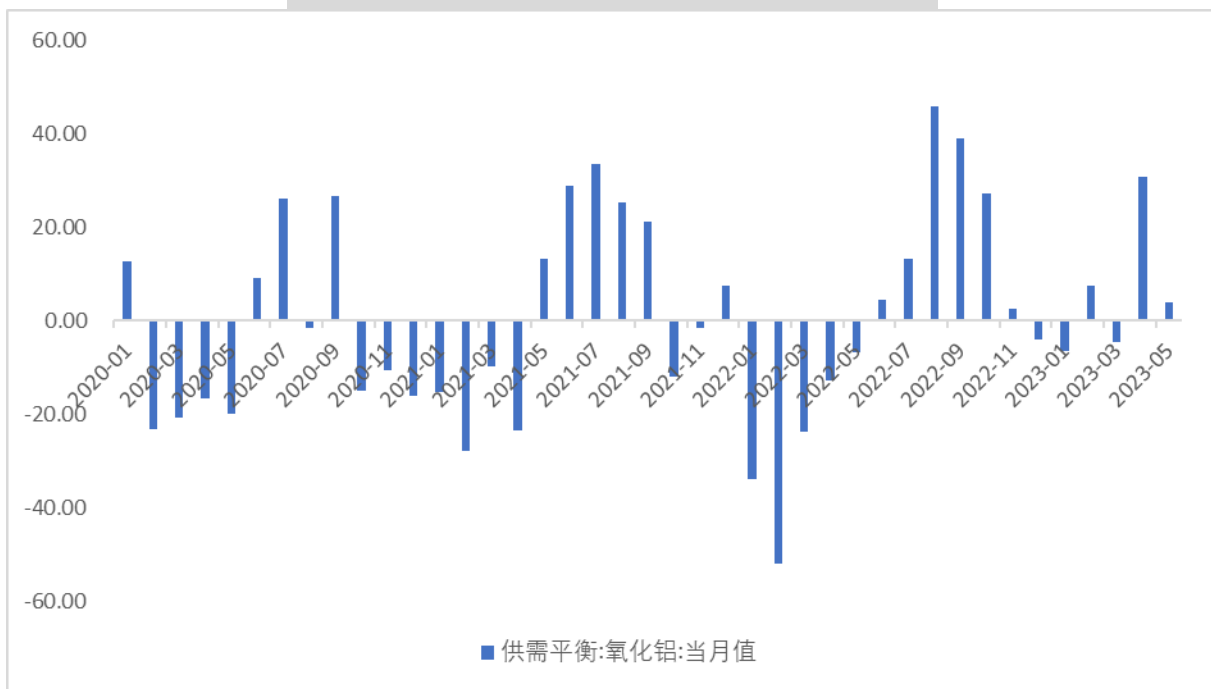


数据来源: 同花顺FinD

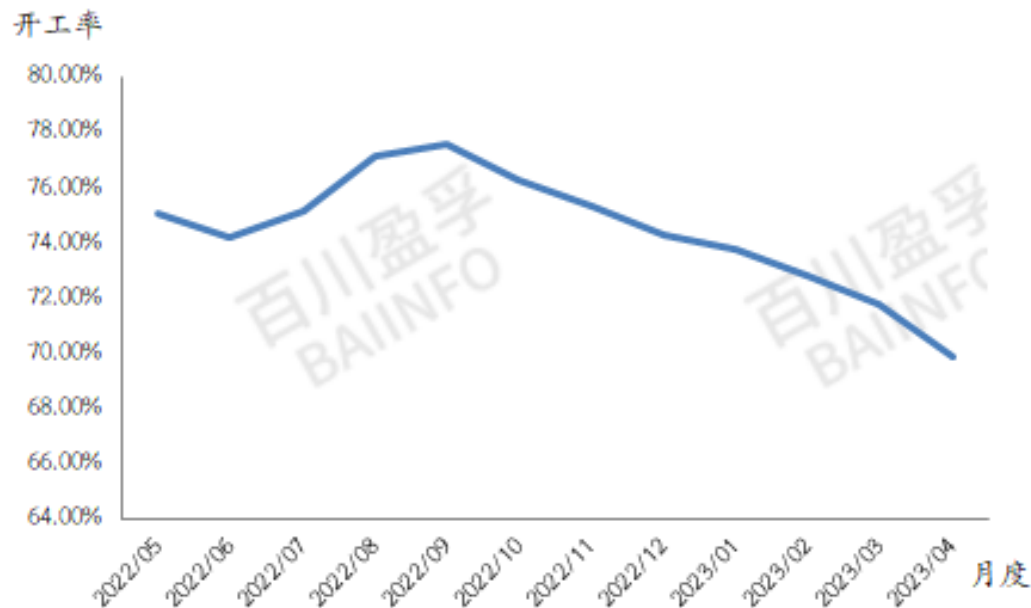
成本端方面，氧化铝供需格局未变，分月度来看年初至今大多呈供大于需的格局，铝土矿海内外供应较充足的情况下，氧化铝的需求主要跟随电解铝的开工率波动，在当前部分电解铝产能缓慢恢复下，氧化铝价格大幅上涨的可能性较低。

成本端另一要素预焙阳极价格年初至今也呈现下跌趋势，上游石油焦、针状焦供给相对充分，部分工厂产能呈现过剩状态，预焙阳极厂的整体开工率根据百川盈孚数据从2022年9月开始不断下降，目前已不足70%，侧面反映了预焙阳极供大于求的格局，其价格有望在煤炭成本下降后进一步下行。

氧化铝供需

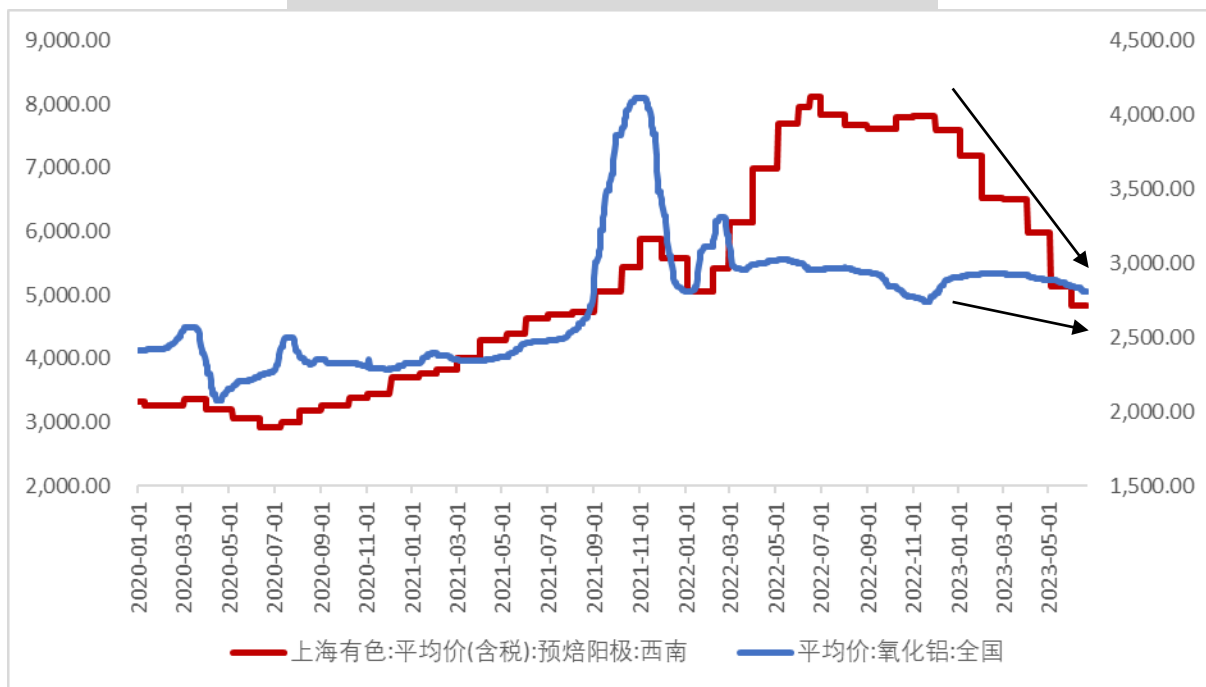


预焙阳极开工率

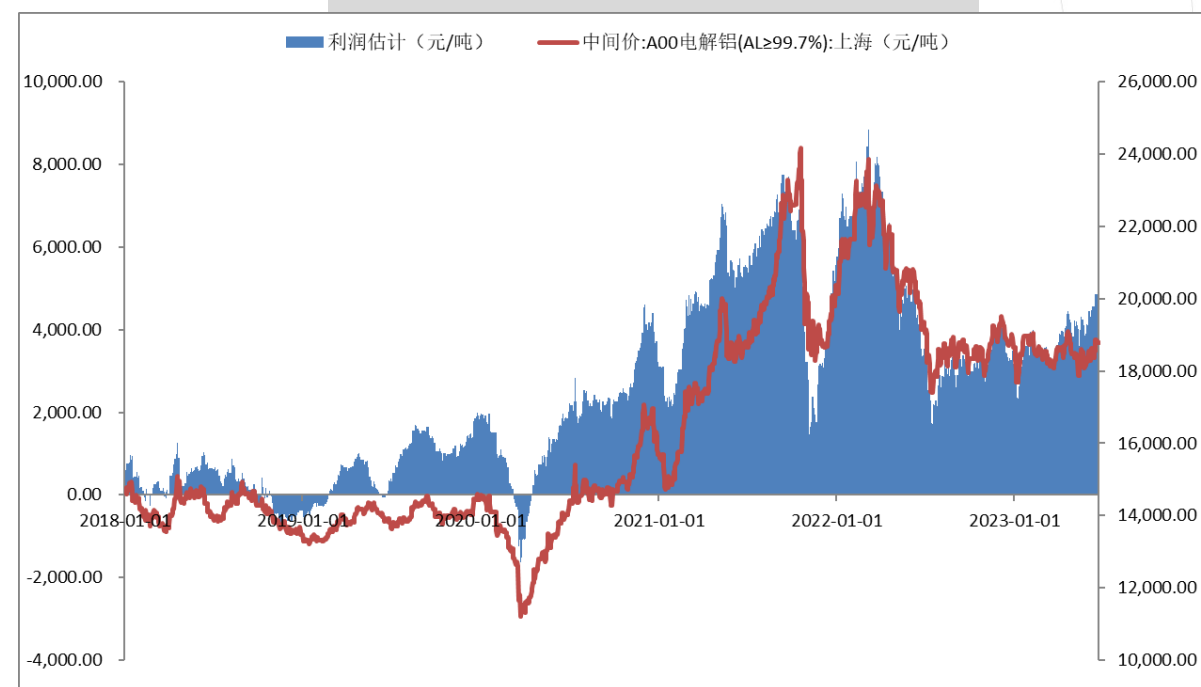


成本端氧化铝价格及预焙阳极的下行趋势，铝锭价格仍在18000元/吨附近震荡，经测算后的吨铝毛利润不断改善，6月最新吨铝毛利润同比增加9.2%，环比5月进一步上升14.2%，我们预计随着成本端进一步下行，铝锭端因下游需求回暖有所支撑，整体吨铝毛利润有望进一步改善。

电解铝成本端价格



吨铝毛利润测算

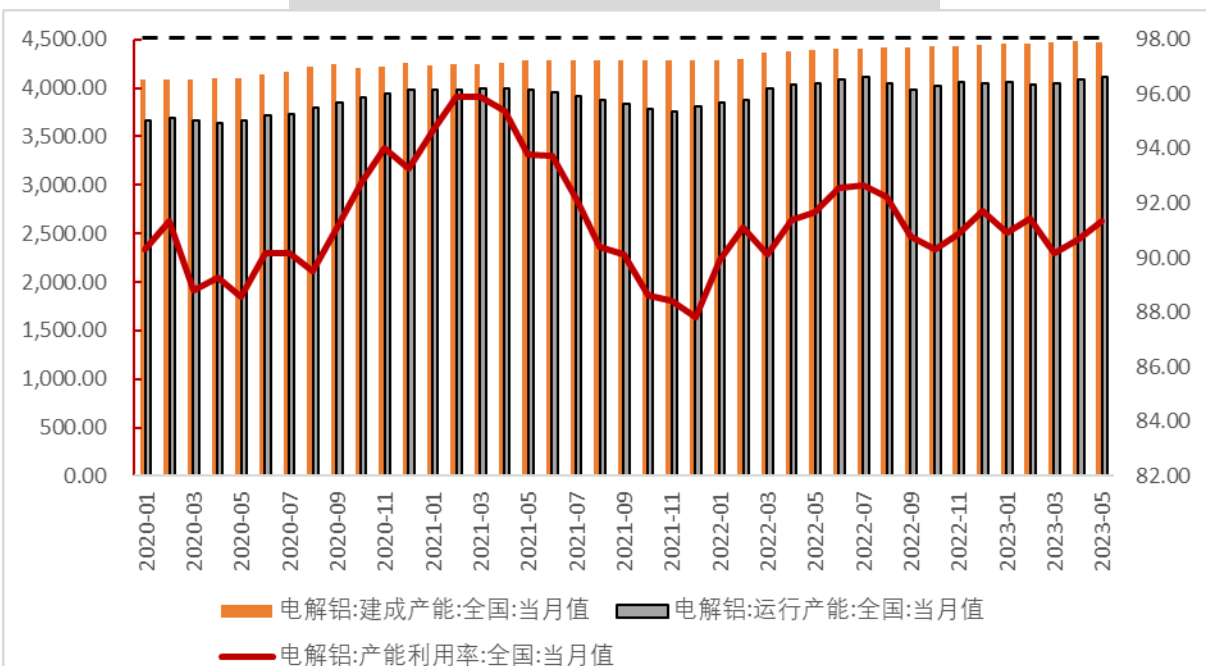


根据同花顺ifind数据，目前国内已建成电解铝产能最新数据为**4400**余万吨，运行产能达**4100**余万吨左右，产能利用率目前维持在**90%**以上，随着国家对于双碳目标的愈发重视，绿色铝的重要性将愈发凸显，电解铝整体产能**4500**万吨的“天花板”也逐步清晰。

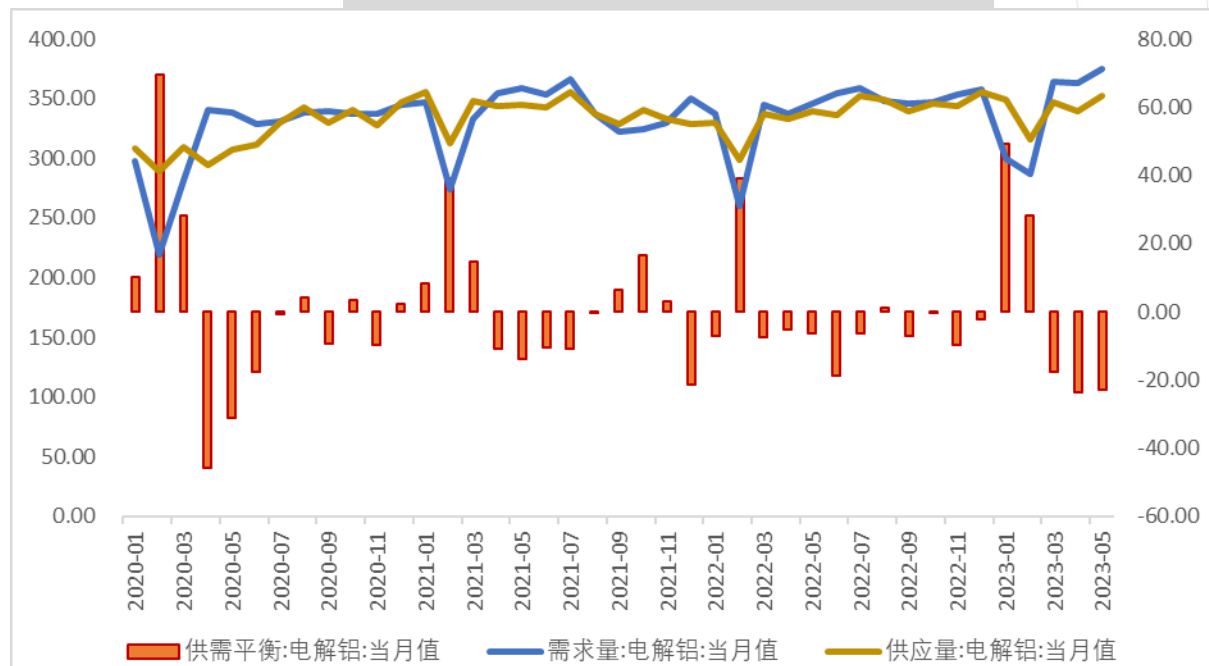
从电解铝月度供需数据来看，年初至今先经历了过年季节性因素导致的电解铝小幅过剩，进入**3**月后电解铝供需持续偏紧，支撑了铝价，从过往**3**年来看，电解铝处于供需紧平衡的时间较长。

基于上述供需偏紧和利润回暖考虑，我们建议逢低关注电解铝优势企业：中国铝业、云铝股份、神火股份、天山铝业等。

电解铝产能利用情况



电解铝供需情况



四、投资建议小结

- 1、黄金板块有望在震荡后走高：建议逢低关注中金黄金、山东黄金、紫金矿业、湖南黄金、赤峰黄金等。
- 2、铝板块供需紧平衡或将延续，吨铝盈利将进一步改善：建议逢低关注中国铝业、云铝股份、神火股份、天山铝业等。

五、风险提示

- 金属价格下跌风险：大宗商品价格变动将对上市公司营收及利润有较大影响
- 金属下游需求不及预期：黄金下游需求主要是珠宝消费，和居民收入及储蓄预期相关；铝下游需求地产、汽车若不及预期则将对上市公司业绩造成不利影响。
- 美联储超预期加息：目前美联储对于加息的态度仍不明朗，加息对黄金等大宗商品价格有较大影响。
- 地缘政治冲突延续：目前国际地缘政治形势仍不容乐观，地区冲突风险仍存。
- 企业生产经营不及预期：企业因生产安全等因素导致生产计划的变动将会对企业业绩造成不利影响。
- 国内相关政策变动：国家对于经济、产业方面的支持政策或者收紧政策将对企业经营产生较大影响。
- 汇率波动：人民币汇率波动将对有出口和进口的企业业绩造成影响。

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

- 本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。
- 本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对投资者私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。
- 本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。
- 本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

投资评级说明

南京证券行业投资评级标准：

推 荐：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数涨幅在10%以上；
中 性：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数涨幅在-10%~10%之间；
回 避：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数跌幅在10%以上。

南京证券上市公司投资评级标准：

买 入：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在15%以上；
增 持：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在5%~15%之间；
中 性：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在-10%~5%之间；
回 避：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数跌幅在10%以上。