

强烈推荐-A (维持)

紫金矿业 601899.SH

目标估值: 5.00-6.00 元
 当前股价: 4.63 元
 2018 年 01 月 08 日

铜板块强势崛起, 卡莫阿前景广阔

基础数据

上证综指	3392
总股本(万股)	2303122
已上市流通股(万股)	1580380
总市值(亿元)	1066
流通市值(亿元)	732
每股净资产(MRQ)	1.5
ROE(TTM)	7.7
资产负债率	59.8%
主要股东	闽西兴杭国有资产投
主要股东持股比例	25.88%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《紫金矿业(601899)——量价齐升 鉴证具成长型特征的周期股》2017-10-26
- 2、《紫金矿业(601899)——高瞻远瞩, 构就国际矿业航母雏形》2017-09-05
- 3、《紫金矿业(601899)——矿山套保解除, 盈利恢复正常化》2017-04-20

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
 S1090517030002

黄梓钊

075583295441
 huangzizhao@cmschina.com.cn
 S1090517090003

研究助理

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn

我们近期在刚果金, 对紫金矿业科卢韦齐 commus 铜矿与卡莫阿铜矿进行调研, 对矿山开发情况及前景进行分析。

- **铜板块为公司未来主要增量品种。**公司 2017 年预计铜产量 20 万吨, 2019 年铜产量有望达到 30 万吨, 至 2020 年随着卡莫阿投产铜产量有望到达 60 万吨。(2017 年 6 月科卢韦齐铜矿投产, 增加 6 万吨产能; 多宝山二期扩建项目计划未来增加 6.5 万吨; 卡莫阿一期 2020 年投产增加产量约 30 万吨)。
- **科卢韦齐 commus 矿投产顺利, 开始贡献利润。**commus 矿于今年七月份正式投产, 设计产能 5.5 万吨/年, 目前月产能达到 3500~3800 吨/月, 预计明年年初将完全达产至 4500 吨/月。commus 矿目前铜完全成本约 4500 美元/吨, 后续随着产能完成达产成本或降至 4000 美元/吨, 按目前铜价预计公司将每年贡献 6000~7000 万美元利润。未来公司或将进一步新建湿法生产线, 产能将进一步扩大, 并伴随有钴的产出。
- **卡莫阿资源优越, 为公司未来主要看点。**公司近期完成了对卡莫阿-卡库拉矿区初步经济资源评估, 评估价值达到 72 亿美元, 公司当时收购卡莫阿控股 49.5% 股权仅花费 4.12 亿美金。卡莫阿资源储量约 3600 万吨, 平均品位 2.8%, 未来随着勘探进行资源储量或进一步增加。公司将一期建设卡库拉 600 万吨/年采选项目, 平均入选品位 6.4%, 年产量约 30~40 万吨, 投产前期开采的矿石品位较高, 年产量有超越 40 万吨的可能性。二期公司将建设坎索克矿段 (Kansoko) 增加供矿能力, 逐步提升至年产 1200 万吨矿石量, 完全达产后公司铜产能将达到约 60 万吨以上。
- **供应增速下滑+海外经济复苏, 铜价长期向上。**2017 年受铜矿集中罢工和其他干扰因素影响, 全球矿产量出现了 2% 的负增长, 同时 2018-2020 年区间新投矿山较少, 产能增速下滑。而随着全球经济复苏, 铜消费加速。预计 2018 年铜消费增速进一步提升, 铜供应缺口持续加大, 铜价迎来趋势性上涨行情。公司铜板块此时发力, 将带来较大业绩增长。
- **风险提示: 经济复苏不及预期, 铜价下滑。**

财务数据与估值

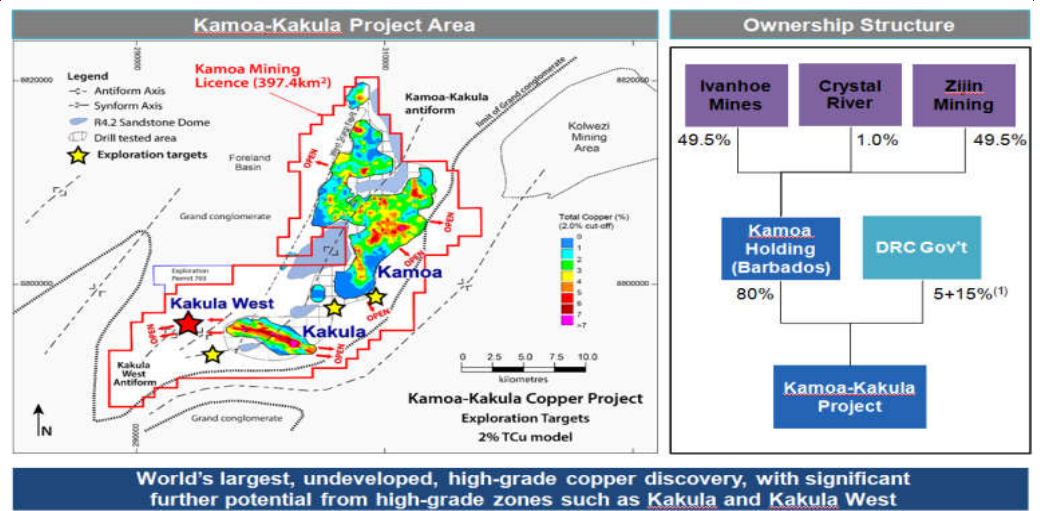
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	74304	78851	96800	100306	106985
同比增长	26%	6%	23%	4%	7%
营业利润(百万元)	1944	2312	4991	8545	9361
同比增长	-44%	19%	116%	71%	10%
净利润(百万元)	1656	1840	3471	6008	6583
同比增长	-29%	11%	89%	73%	10%
每股收益(元)	0.08	0.09	0.15	0.26	0.29
PE	60.2	54.2	30.7	17.7	16.2
PB	3.6	3.6	3.4	2.9	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

一、卡莫阿为全球最大未开发高品位矿山

2015年12月8日，紫金矿业出价4.12亿美元成功收购了艾芬豪矿业持有的卡莫阿控股公司49.5%股权，卡莫阿控股公司持有卡莫阿矿山80%的股权，另外20%股权由刚果金国家政府直接持有。根据公司最新发布的经济评估结果显示，按3美元/磅的铜价计算，目前卡莫阿的估值已经达到72亿美元。

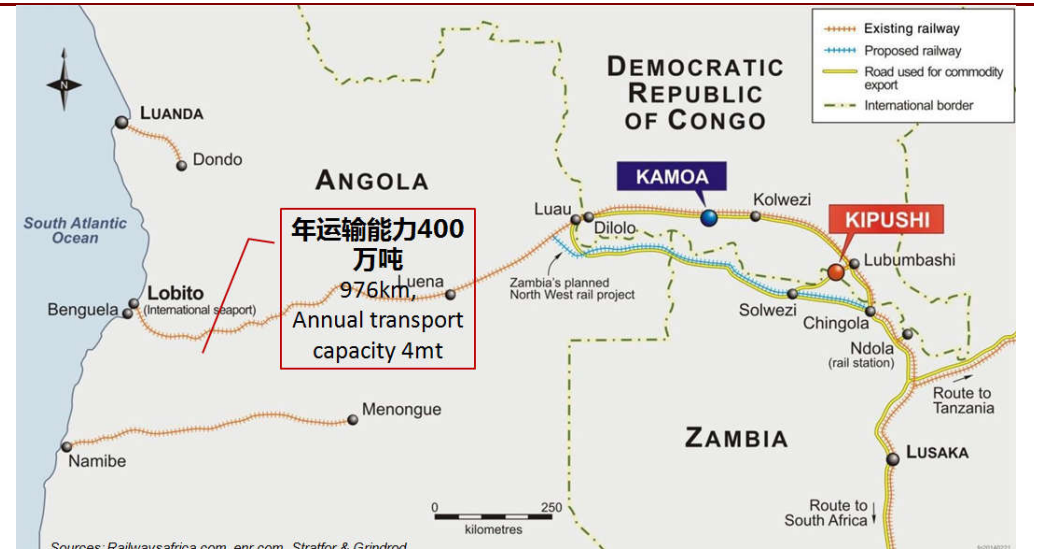
图1 卡莫阿矿区及其股权结构



资料来源：公司官网、招商证券

Kamo-a铜矿位于科卢韦齐市以西约25公里，距卢本巴希约270公里，交通相对方便，往南可经赞比亚到南非德邦港口，往西可经安哥拉与洛比托港相连（铁路未通）。

图2 卡莫阿周围交通运输情况



资料来源：公司官网、招商证券

卡莫阿的资源量和品位都非常高，是非洲大陆发现的最大铜矿，总矿区面积399平方公里，2015年收购时拥有铜资源量超过2400万吨，最新勘查结果估算铜资源储量约3600万吨，约占我国铜资源量（9,910万吨）的36%；平均品位约2.8%，最高品位可以达到12%，而中国铜矿平均品位仅为0.60%。

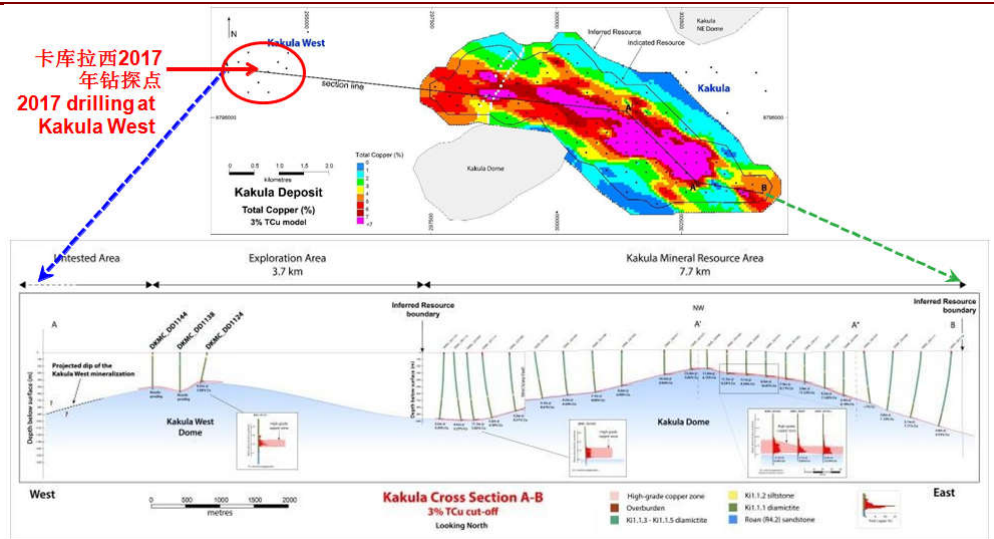
表 1: 卡莫阿资源储量情况

矿区	级别	储量 (百万吨)	面积 (平方公里)	平均品位 (%)	平均厚度 (米)	资源量 (kt)
Kamoa	控制	752	50.5	2.67	5.2	20,110
	推断	185	16.8	2.08	3.8	3,840
Kakula	控制	349	9.8	3.23	12.0	11,281
	推断	59	3.0	2.26	6.4	1,338
整个卡莫阿项目	控制	1101	60.3	2.85	6.3	31,391
Total Kamoa Project	推断	244	19.8	2.12	4.3	5,178

资料来源: 艾芬豪、招商证券

卡莫阿虽然为井下开采, 但是其埋藏深度浅, 并且开采条件好, 品位极高, 其中卡库拉矿段平均品位达到 6%~8%, 最高品位达到 12%。

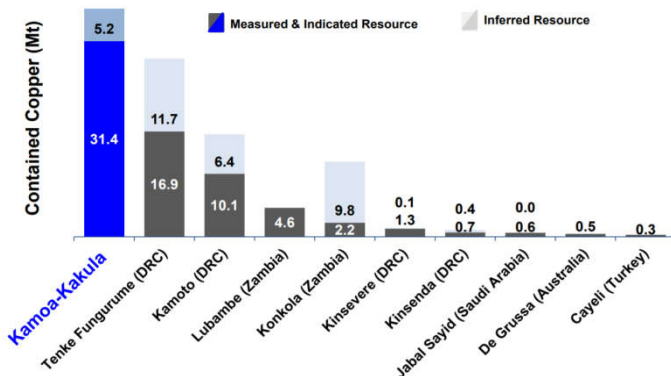
图 3 卡莫阿矿区品位及埋藏深度



资料来源: 公司官网、招商证券

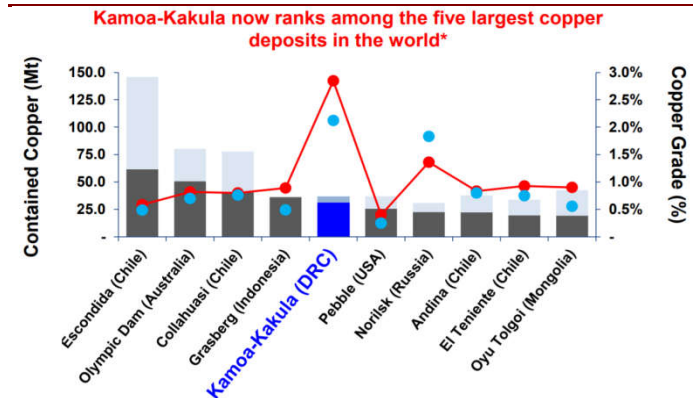
卡莫阿为目前全球最大的未开发高品位矿山, 全球最大在产矿山 Escondida 储量约 6000 多万吨, 平均品位不到 0.5%, 远低于卡莫阿平均品位 2.8%。

图 4 卡莫阿为全球最大的高品位铜矿



资料来源: 艾芬豪、招商证券

图 5 卡莫阿铜矿品位在大型铜矿中最高

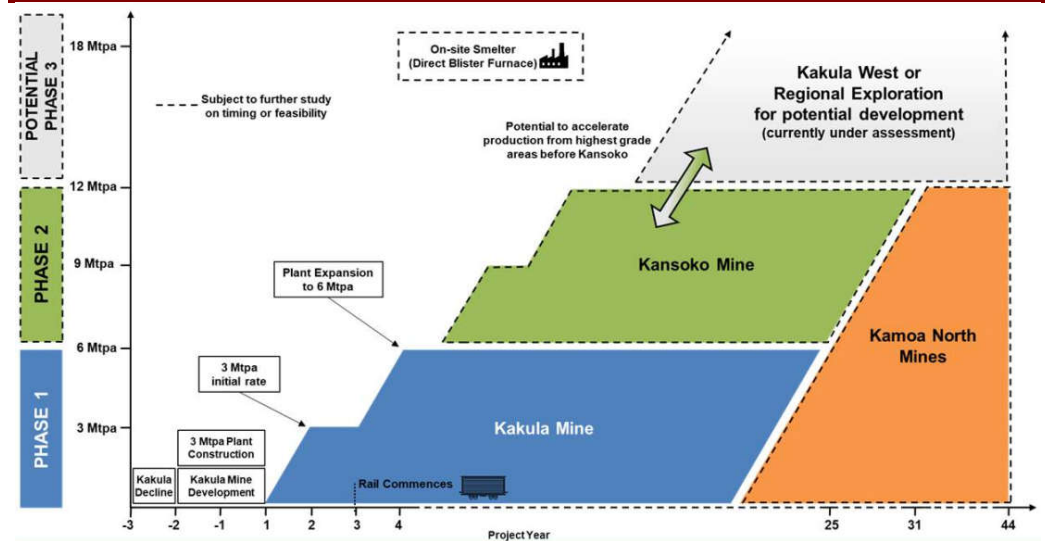


资料来源: 艾芬豪、招商证券

2、规划一期 2020 年投产

卡莫阿分为卡库拉与坎索克两个矿段，其中卡库拉矿段平均品位达到 6%~8%。卡莫阿开采计划为，一期开采卡库拉矿段年产 600 万吨/年矿石量，入选品位最高可以达到 7%~8%，经过 5 年产能爬坡，第五年最高产量可以达到 40 万吨。同时。五年内将启动卡莫阿二期计划，即从坎索克补充 600 万吨/年矿石量，总矿石开采量将达到 1200 万吨/年。待卡库拉、坎索克开发完毕，未来远景将继续开发卡库拉西矿段或者卡库拉北矿段，继续提高原矿开采量至 1800 万吨。

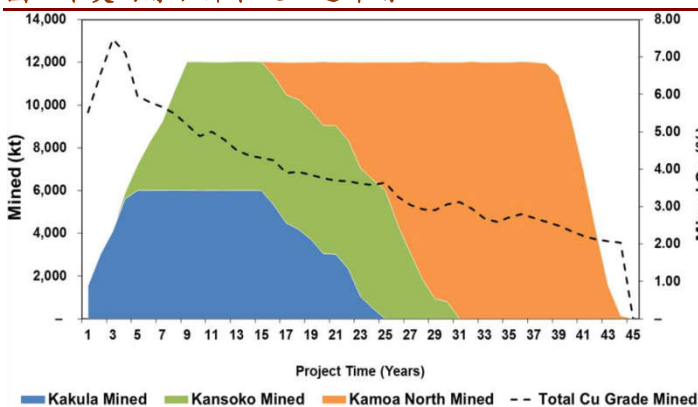
图 6 卡莫阿未来开发计划



资料来源：公司官网、招商证券

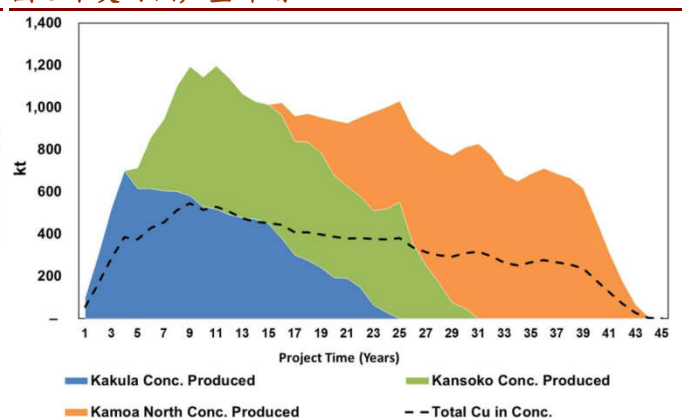
卡莫阿一期卡库拉项目前五年平均年产量为 24.6 万吨铜，平均入选品位 6%左右，第四年铜产量可达 38.5 万吨。随后从卡莫阿资源区坎索克矿段（Kansoko）增加供矿能力，逐步提升至年产 1200 万吨矿石量。前 10 年的平均铜品位为 5.72%、平均年产铜预计 37 万吨；第 9 年铜产量可达 54.2 万吨。

图 7 卡莫阿原矿开采及入选计划



资料来源：艾芬豪、招商证券

图 8 卡莫阿铜产量计划



资料来源：艾芬豪、招商证券

矿区建设稳步进行当中

2017 年 11 月 9 日，卡库拉铜矿斜坡道工程开工建设，紫金集团董事长陈景河参加开工

仪式，正式拉开了卡库拉铜矿的建设序幕，目前卡库拉斜坡道已经建好。项目规划以卡库拉矿段为主，KANSOKO 或卡库拉西矿段为补充，2020 年实现一期工程建成投产，投产后将带来巨大经济效益。

图 9 卡莫阿斜坡道井口完成建设



资料来源：艾芬豪、招商证券

图 10 紫金矿业董事长陈景河到访卡莫阿



资料来源：艾芬豪、招商证券

二、卡莫阿价值评估

卡库拉项目前五年平均年产量为 24.6 万吨铜，现金成本 0.45 美元/磅，总成本 1.08 美元/磅，第四年铜产量可达 38.5 万吨。前十年矿石平均入选品位 6.4%，采场现金成本 0.51 美元/磅，总现金成本 1.14 美元/磅。服务年限 24 年，服务年限内总采矿量 1.08 亿吨、平均铜品位 5.48%，平均回收率 86.86%，产出 940 万吨 54.94% 的高品位铜精粉，含铜 517 万吨，初始资本开支为 12 亿美元。

表 2：卡莫阿一期 600 万吨卡库拉项目关键指标

Item	Unit	Total
Total Processed		
Quantity Milled	kt	108,422
Copper Feed Grade	%	5.48
Total Concentrate Produced		
Copper Concentrate Produced	kt (dry)	9,400
Copper Recovery	%	86.86
Copper Concentrate Grade	%	54.94
Contained Metal in Concentrate	kt	5,164
Peak Annual Recovered Metal Production	kt	385
10-Year Average		
Copper Concentrate Produced	kt (dry)	517
Contained Metal in Concentrate	kt	284
Mine-Site Cash Cost	US\$/lb	0.51
Total Cash Cost	US\$/lb	1.14
5-Year Average		
Copper Concentrate Produced	kt (dry)	448
Contained Metal in Concentrate	kt	246
Mine-Site Cash Cost	US\$/lb	0.45
Total Cash Cost	US\$/lb	1.08
Key Financial Results		
Peak Funding	US\$M	1,135

Item	Unit	Total
Initial Capital Costs	US\$M	1,231
Expansion Capital Costs	US\$M	318
LOM Average Mine Site Cash Costs	US\$/lb Cu	0.6
LOM Average Total Cash Costs	US\$/lb Cu	1.23
Site Operating Costs	US\$/t Milled	61.49
After-Tax NPV8%	US\$M	4,243
After-Tax IRR	%	36.2
Project Payback Period	Years	3.1
Initial Project Life	Years	24

资料来源：艾芬豪、招商证券

经济评估采用长期铜价 3 美元/磅（约 6600 美元/吨），8%折现率的税后净现值（NPV）42 亿美元，税后内部收益率（IRR）36.2%，投资回收期 3.1 年。若按 3.5 美元/磅（约 7700 美元/吨）计算，8%折现率计算，评估价值达到 57 亿美元。

表 3：卡莫阿一期 600 万吨卡库拉项目价格评估

After-Tax NPV (US\$M)	Copper Price - US\$/lb				
	2	2.5	3	3.5	4
Discount Rate					
Undiscounted	4,135	7,921	11,700	15,478	19,253
4.0%	2,257	4,591	6,919	9,247	11,573
6.0%	1,654	3,529	5,398	7,267	9,135
8.0%	1,195	2,722	4,243	5,764	7,282
10.0%	841	2,100	3,353	4,606	5,856
12.0%	567	1,617	2,660	3,703	4,744
IRR	18.90%	28.60%	36.20%	42.80%	48.60%

资料来源：艾芬豪、招商证券

首采区为年产 600 万吨矿石的卡库拉矿段，随后从卡莫阿资源区坎索克矿段(Kansoko)增加供矿能力，逐步提升至年产 1200 万吨矿石量。随着卡库拉和坎索克的资源开发完毕，卡莫阿北可以继续维持 1200 万吨/年的供矿能力延续运营至 44 年以上。根据该开发方案，前 10 年的平均铜品位为 5.72%、平均年产铜预计 37 万吨；第 9 年铜产量可达 54.2 万吨。平均总现金成本为 1.02 美元/磅（包括硫酸副产品收益），初始资本开支 12 亿美元。

表 4：卡莫阿一期+二期 1200 万吨项目关键指标

Item	Unit	Total
Total Processed	kt	444,276
Quantity Milled	%	3.79
Copper Feed Grade		
Total Concentrate Produced		
Copper Concentrate Produced	kt (dry)	34,206
Copper Concentrate - External Smelter	kt (dry)	9,744
Copper Concentrate - Internal Smelter	kt (dry)	24,461
Copper Recovery	%	85.97
Copper Concentrate Grade	%	42.30
Cont. Metal in Conc. - External Smelter	Mlb	10,627
Cont. Metal in Conc. - External Smelter	kt	4,820
Cont. Metal in Blister - Internal Smelter	Mlb	20,955
Cont. Metal in Blister - Internal Smelter	kt	9,505
Peak Annual Recovered Metal Production	kt	542
10 Year Average		

Item	Unit	Total
Copper Feed Grade	%	5.72
Copper Concentrate Produced	kt (dry)	758
Cont. Metal in Conc. - External Smelter	kt	188
Cont. Metal in Blister - Internal Smelter	kt	182
Mine Site Cash Cost (Including Smelter)	US\$/lb	0.63
Total Cash Cost (After Credits)	US\$/lb	1.02
Key Financial Results		
Peak Funding	US\$M	1,139
Initial Capital Costs	US\$M	1,235
Expansion Capital Costs	US\$M	3,647
LOM Avg. Mine Site Cash Cost	US\$/lb	0.91
LOM Avg. Total Cash Costs (After Credits)	US\$/lb	1.20
Site Operating Costs	US\$/t Milled	64.17
After-Tax NPV8%	US\$M	7,179
After-Tax IRR	%	33.0
Project Payback	Years	4.7
Initial Project Life	Years	44

资料来源：艾芬豪、招商证券

经济评估采用长期铜价 3 美元/磅（约 6600 美元/吨）。8%折现率的税后净现值（NPV）72 亿美元；税后内部收益率（IRR）33%，投资回收期 4.7 年。若按 3.5 美元/磅（约 7700 美元/吨），8%折现率计算，评估价值将达到 98 亿美元。

表 5：卡莫阿一期+二期 1200 万吨价值评估

After-Tax NPV (US\$M)	Copper Price				
Discount Rate	2	2.5	3	3.5	4
Undiscounted	10,638	21,313	31,970	42,598	53,213
4.0%	4,540	9,414	14,283	19,146	24,005
6.0%	2,969	6,492	10,008	13,522	17,033
8.0%	1,913	4,549	7,179	9,808	12,435
10.0%	1,187	3,218	5,243	7,267	9,290
12.0%	679	2,282	3,879	5,475	7,069
IRR	16.60%	25.50%	33.00%	39.60%	45.50%

资料来源：艾芬豪、招商证券

供应增速下滑+海外经济复苏，铜价长期向上。2017 年受铜矿集中罢工和其他干扰因素影响，全球矿产量出现了 2%的负增长，同时 2018-2020 年区间新投矿山较少，产能增速下滑。未来海外经济回暖支撑全球消费稳增长的情况下，矿干扰率较高以及中国废铜政策限制全球铜供应紧张，供给拐点的效应提前开始反应，铜迎来多年的长牛。随着铜价上涨，卡莫阿将为公司带来业绩大幅增长。

3、风险提示

1、黄金、铜、铅锌价格下行。

公司 2016 年黄金、铜、铅锌业务占比分别约 60%、20%和 6.5%（抵消后），毛利占比黄金板块贡献最大，铜为第二大利润来源，2016 年黄金、铜、铅锌贡献比例分别约 39%、25%和 17%（抵消后）。因此，公司受黄金、铜、铅锌价格因素影响较大，若需求不及预期，海外矿山大面积复产，将导致金属价格下行，公司业绩将受较大影响，

2、公司海外矿山投产不及预期。

公司目前海外在建项目较多，主要包括科卢韦齐铜矿、卡莫阿铜矿等，若海外项目进度不及预期，将对公司实际产量产生影响，从而对公司经营业绩产生一定影响。

3、公司矿山事故性风险。

公司在地质勘查、湿法冶金、低品位难处理资源综合回收利用及大规模工程化开发等方面达到国内领先水平，但仍存在矿山事故性风险，若发生事故性风险将对公司经营及品牌等产生较大影响。

4、公司矿山品位下降，成本上升。

紫金山金矿自 1992 年开发以来，开创了低品位、大规模露天堆浸提金的典范，由于目前剩余服务年限较短（约 2-3 年），资源品味逐年下降，矿产金产量呈现逐年下降趋势。因此公司未来存在矿山品位下降成本上升风险。

5、汇率风险

公司海外矿山较多，黄金板块海外矿山产量占比 43%、铜板块海外矿山目前主要为科卢韦齐产能 5.8 万吨，占未来产量约 25%，铅锌板块海外矿山主要为俄罗斯龙兴-图瓦铅锌矿产量 8 万吨，占目前产量约 30%，公司海外产品以美元计价，因此公司受汇率风险较大，若美元下跌将对公司业绩产生一定影响。

图 11 紫金矿业科卢韦齐铜冶炼厂



资料来源：招商证券调研照片

图 12 粗铜——紫金矿业科卢韦齐冶炼厂

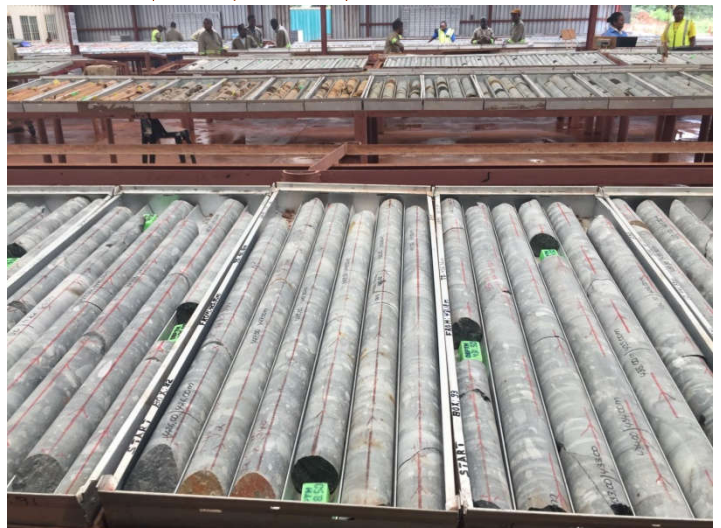


资料来源：招商证券调研照片

图 33 紫金矿业卡莫阿营地



图 14 岩心库——紫金矿业卡莫阿项目



资料来源：招商证券调研照片

资料来源：招商证券调研照片

图 14 紫金矿业坎索克矿区现场照片



资料来源：招商证券调研照片

图 16 坎索克矿区斜井井口完成建设



资料来源：招商证券调研照片

图 17 kakula 斜井井口建成



资料来源：招商证券调研照片

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	24140	24140	27457	29025	35300
现金	5023	5023	4653	5879	10755
交易性投资	1252	1252	1252	1252	1252
应收票据	876	876	1075	1114	1188
应收款项	783	783	767	795	848
其它应收款	997	997	1224	1269	1353
存货	12003	12003	14548	14667	15589
其他	3207	3207	3937	4050	4316
非流动资产	65077	65077	65592	65087	64637
长期股权投资	7909	7909	7909	7909	7909
固定资产	32531	32531	34137	34605	35026
无形资产	10257	10257	9402	8619	7901
其他	14381	14381	14144	13954	13802
资产总计	89218	89218	93049	94112	99937
流动负债	33852	33852	33590	28173	27119
短期借款	12350	12350	13539	8000	6000
应付账款	4727	4727	5804	5851	6218
预收账款	2087	2087	2562	2582	2745
其他	14688	14688	11686	11739	12155
长期负债	24249	24249	24249	24249	24249
长期借款	5775	5775	5775	5775	5775
其他	18474	18474	18474	18474	18474
负债合计	58101	58101	57839	52422	51368
股本	2154	2154	2303	2303	2303
资本公积金	6061	6061	6061	6061	6061
留存收益	19548	19548	23019	28680	34662
少数股东权益	3354	3354	3827	4647	5544
归属于母公司所有者权益	27762	27762	31383	37043	43025
负债及权益合计	89218	89218	93049	94112	99937

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	8602	8602	8168	10510	10674
净利润	1656	1840	3471	6008	6583
折旧摊销	4117	4117	4447	4494	4439
财务费用	1506	1506	1913	855	654
投资收益	576	576	(1257)	(1457)	(1457)
营运资金变动	822	382	(947)	(229)	(478)
其它	(74)	182	540	839	933
投资活动现金流	(8479)	(8479)	(5000)	(4000)	(4000)
资本支出	(5521)	(5521)	(5000)	(4000)	(4000)
其他投资	(2958)	(2958)	0	0	0
筹资活动现金流	(508)	(508)	(3537)	(5284)	(1799)
借款变动	(9029)	1420	(3030)	(5539)	(2000)
普通股增加	(3)	0	149	0	0
资本公积增加	(822)	0	0	0	0
股利分配	(1726)	(1292)	0	(347)	(601)
其他	11072	(635)	(656)	602	802
现金净增加额	(385)	(385)	(369)	1226	4876

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	74304	78851	96800	100306	106985
营业成本	68008	69782	85668	86364	91793
营业税金及附加	810	908	1115	1155	1232
营业费用	692	667	784	854	931
管理费用	2621	2822	3186	3591	4069
财务费用	946	582	1913	855	654
资产减值损失	471	561	400	400	400
公允价值变动收益	(126)	757	757	757	757
投资收益	1313	(1973)	500	700	700
营业利润	1944	2312	4991	8545	9361
营业外收入	419	262	262	262	262
营业外支出	277	448	448	448	448
利润总额	2086	2126	4806	8359	9175
所得税	743	439	861	1532	1695
净利润	1343	1687	3945	6827	7480
少数股东损益	(313)	(153)	473	819	898
归属于母公司净利润	1656	1840	3471	6008	6583
EPS (元)	0.08	0.09	0.15	0.26	0.29

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	26%	6%	23%	4%	7%
营业利润	-44%	19%	116%	71%	10%
净利润	-29%	11%	89%	73%	10%
获利能力					
毛利率	8.5%	11.5%	11.5%	13.9%	14.2%
净利率	2.2%	2.3%	3.6%	6.0%	6.2%
ROE	6.0%	6.6%	11.1%	16.2%	15.3%
ROIC	0.2%	4.8%	10.1%	13.6%	13.3%
偿债能力					
资产负债率	65.1%	65.1%	62.2%	55.7%	51.4%
净负债比率	25.0%	25.0%	20.8%	14.6%	11.8%
流动比率	0.7	0.7	0.8	1.0	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
存货周转率	6.1	5.8	6.5	5.9	6.1
应收帐款周转率	73.9	100.7	124.9	128.5	130.3
应付帐款周转率	15.6	14.8	16.3	14.8	15.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.08	0.09	0.15	0.26	0.29
每股经营现金	0.40	0.40	0.35	0.46	0.46
每股净资产	1.29	1.29	1.36	1.61	1.87
每股股利	0.06	0.00	0.02	0.03	0.03
估值比率					
PE	60.2	54.2	30.7	17.7	16.2
PB	3.6	3.6	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	43.8	43.8	24.0	19.6	18.9

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师第五名。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，SMM 6 年研究经验，曾任铅锌团队负责人，对基本金属板块有着深刻的认识和人脉资源。2017 年 3 月份加入招商证券。

黄昱颖：清华大学材料科学与工程硕士，2016 年 7 月加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

黄梓钊：美国东北大学硕士，2015 年 7 月加入招商证券，曾就职地产团队入围新财富，2017 年加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。