太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-12-21

行业深度报告

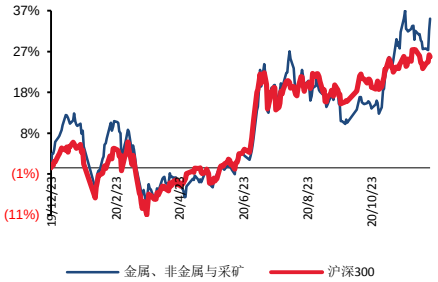
看好/维持

金属、非金属与采矿

材料 材料 II

有色行业 2021 年投资策略——中枢上行，斜率放缓，布局通胀对冲和高成长

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

证券分析师：杨坤河

电话：010-88695229

E-MAIL：yangkh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518070001

报告摘要

■ **回顾 2020：柳暗花明，峰回路转**

2020 年主要大宗金属商品均经历先跌后涨，其中或由于人民币升值，基本金属和贵金属均外强于内。有色企业经营明显出现景气修复，盈利回升。其中采矿业利润率持续上行，利润修复快于冶炼加工业，冶炼加工则弹性更大。权益市场上，有色板块全年超额收益明显，但估值仍在历史均值下，复苏周期下尚有提升空间

■ **展望 2019：中枢上行，斜率放缓**

1、全球经济持续复苏，库存周期重新向上：2021 年在疫情控制和财政刺激下，海外宏观经济复苏和下游需求边际好转确定性较大。工业企业产能利用率回升将推动设备和库存周期向上，同时低利率环境则持续催生购房需求并带来补库动力。

从国内看，货币政策已承诺“不急转弯”，流动性尽管有边际收紧的预期，但整体仍然充裕。同时消费端和制造业复苏预计复苏动力强劲，地产投资也将较为乐观，外需大概率持续高景气。低库存和补库共振，大概率催动商品价格中枢上行。

只不过须警惕三点可能导致工业品上涨斜率放缓的因素：海外景气度上行趋缓压制有色金属上涨斜率、国内地产周期趋平致补库弹性弱于以往、流动性边际收紧预期增强压制大宗商品估值。

2、流动性将保持宽松，美元延续弱势表现：高债务背景下，全球流动性大概率继续宽松；即便流动性边际收紧，对高估值资产影响更大而非商品和低估值周期股；另外通胀预期大概率回升，和美元处于弱势周期也都利好有色大宗商品表现。。

■ **2019 投资策略：布局通胀对冲和成长两条主线**

全球流动性大概率维持宽松，以及全球经济持续确定性复苏的背景下，整体有色板块我们均看好表现。推荐关注通胀对冲以及高成长两条主线：其中大宗金属包括金\银、铜等更多看好其通胀对冲表现；而锂钴和部分高景气新材料，则是看好其源自需求端驱动的成长性。个股选择上，主要以具有成长性的细分行业龙头为主。

■ **风险提示：** 流动性宽松的持续性不及预期、需求复苏不及预期、美元再度大幅走强。

目录

一、回顾 2020：柳暗花明，峰回路转 5

1、商品市场：先跌后涨，峰回路转 5
2、企业经营：景气修复，盈利回升 6
3、权益市场：超额明显，估值不高 7

二、展望 2021：中枢上行，斜率放缓 8

1、全球经济持续复苏，库存周期重新向上 9
（1）海外：疫情控制相对乐观，库存周期重新向上 9
（2）国内：经济保持强劲复苏，低库存和补库共振 11
（2）商品：价格中枢上行，但须警惕上涨斜率放缓 15
2、流动性将保持宽松，美元延续弱势表现 17
（1）高债务背景下，全球流动性大概率继续宽松 17
（2）即便流动性边际收紧，高估值资产影响更大 19
（3）通胀预期大概率回升，利好大宗商品估值 19
（4）美元处于弱势周期，利好有色大宗商品表现 19

三、投资策略：布局通胀对冲和高成长两条主线 20

1、投资方向：布局通胀对冲和高成长两条主线 20
1.1 金银：受益于实际利率回落和美元下行 20
1.2 铜镍：工业金属中相对确定性的复苏品种 21
1.3 锂钴：无钴化仍旧遥远，锂价触底反弹 22
1.3 新材料：半导体、5G、轻量化等内循环领域 24
2、重点推荐：优选具有成长性的细分行业龙头 24
2.1 紫金矿业：具有成长属性的铜金双龙头 25
2.2 赤峰黄金：具有高速成长性的黄金标的 25
2.3 西部矿业：2021 年矿产铜权益产能翻倍 25
2.4 索通发展：排他性扩张的商用预焙阳极龙头 25
2.5 赣锋锂业：拥有低成本扩张能力的锂业龙头 26
2.6 博威合金：高壁垒高成长低估值 5G 合金龙头 26
2.7 盛新锂能：纯正锂材料标的，估值进一步提升 26
2.8 盛屯矿业：钴镍双驱动，业绩正处于转折期 26
2.9 云海金属：镁行业龙头，受益于轻量化趋势 27
3、风险提示 27

图表目录

图表 1：2020 年基本金属和贵金属涨跌幅 5
图表 2：人民币 2020 年升值明显 5
图表 3：2020 年小金属整体分化 6
图表 4：2020 年商品先跌后涨（南华指数） 6
图表 5：有色行业营收增速反弹后仍处于低位 7
图表 6：有色行业利润增速已反弹至可观水平 7
图表 7：有色行业销售利润率（利润总额/营收） 7
图表 8：行业固定资产投资增速仍处于负值区间 7
图表 9：A 股有色行业上市企业收入与利润情况 7
图表 10：今年以来有色板块显著跑赢大盘 8
图表 11：今年以来有色板块显著跑赢大盘 8
图表 12：有色板块估值有所提升 8
图表 13：有色板块相对 WIND 全 A 估值处于底部 8
图表 14：IMF 预测明年全球 GDP 增长 5.15% 9
图表 15：铜消费与 GDP 增速相关（虚线为 IMF 预测） 9
图表 16：金属价格与全球 GDP 增速密切相关（虚线为 IMF 预测） 9
图表 17：美国全部工业部门产能利用率有回升空间 10
图表 18：美国制造业产能利用率有回升空间 10
图表 19：美国工业产能利用率与铜消费密切相关 10
图表 20：美国工业产能利用率与金属价格密切相关 10
图表 21：美国制造业存货量库存持续去化 11
图表 22：下半年美国地产销售持续火爆 11
图表 23： 美国新建住房待售持续回落 11
图表 24：美国有色金属出货量已经明显触底 11
图表 25：汽车消费下半年以来持续复苏 12
图表 26：家电消费下半年以来持续复苏 12
图表 27：2020 年固定资产投资主要依赖于地产复苏 12
图表 28：工业企业利润领先制造业固定资产投资 13
图表 29：制造业 PMI 与金属价格走势基本一致 13
图表 30：出口金额 3 月以来持续攀升至高位 13
图表 31：工业品原料出口有所恢复但仍有空间 13
图表 32：M1 上行预示补库周期开启 14
图表 33：有色行业补库弹性大于工业企业 14
图表 34：交易所库存有色金属库存整体处于低位 15
图表 35：有色金属社会库存整体处于低位 15
图表 36：美国制造业 PMI 与铜价走势基本同步 16
图表 37：OECD 综合领先指标与铜价走势基本同步 16
图表 38：地产周期趋于扁平或致补库周期弱于以往 16
图表 39：中国实体经济部门杠杆率领先铜价 16
图表 40：2021 年全球 M2 上升斜率可能放缓 17
图表 41：美国核心 PCE 处于低位 18
图表 42：美国核心 PCE 或许要到 2023 年才能达 2% 18
图表 43：美国隐含通胀预期仍有反弹空间 18
图表 44：美国就业市场仍未完全恢复至疫情前 18
图表 45：美联储点阵图显示加息至少要到 2023 年 18

图表 46：美国国家总负债和政府债务处于历史高位 18
图表 47：美元形成了 15 年左右的一轮周期且当前处于下行周期 20
图表 48：疫后以来美国 PMI 修复快于欧元区 20
图表 49：IMF 预测主要经济体 GDP 增长率 20
图表 50：黄金与美元指数负相关 21
图表 51：黄金与美国 10 年国债收益率负相关 21
图表 52：主要金属供需平衡表 22
图表 53：全球铜供需平衡表显示供需维持紧平衡 22
图表 54：钴供需平衡预测 23
图表 55：钴价整体仍旧处于底部 23
图表 56：钴的需求主要是 3C 电池和动力电池 23
图表 57：碳酸锂价格明显触底反弹 24
图表 58：碳酸锂库存处于 2019 年 4 月以来最低水平 24
图表 59：2021 年重点推荐标的盈利预测及估值水平 27

一、回顾2020：柳暗花明，峰回路转

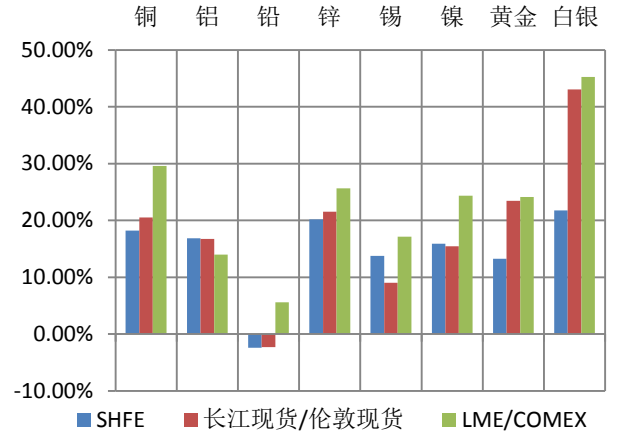
1、商品市场：先跌后涨，峰回路转

2020年主要大宗金属商品均经历了3月份流动性枯竭的暴跌后，随即在流动性宽松和需求边际复苏下开启一波单边上行行情。峰回路转下，大部分品种基本回到疫情前位置，部分品种价格如黄金甚至创下历史新高。

基本金属和贵金属均外强于内，原因可能在于人民币升值。今年以来，主要工业金属和贵金属经历过3月份流动性枯竭后，全年来看均有显著上涨。但外盘涨幅整体高于内盘，例如LME铜上涨近30%，而SHFE铜仅有18%，再如COMEX黄金上涨24%，而SHFE黄金仅有13%(均截止12月18日)。如果从需求上看，由于国内首先从疫情中修复，理论上内盘价格走势应该优于外盘。但从另外一个角度看，人民币年内贬值明显，可能才是导致内外盘商品价格涨幅差异的首要因素所在。目前美元对人民币中间价已经升至接近6.5左右，处于2018年6月以来极值。当然，这种升值可能更多是美元走弱所导致的一种被动升值。

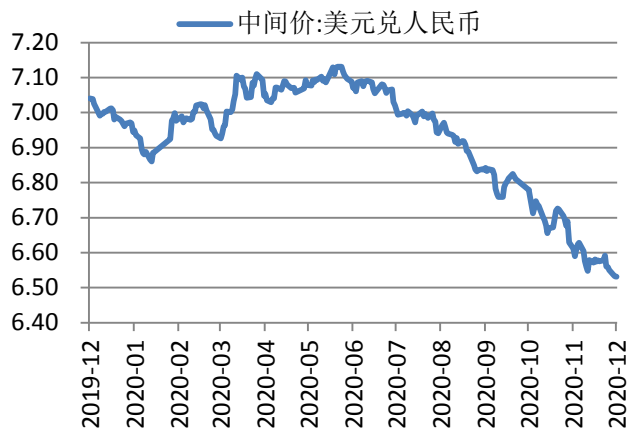
小金属涨跌互现，锂钴节奏明显分化。今年稀土和钴是小金属中涨幅最为显著的品种。稀土价格强势首先源于中美贸易冲突的催化，使其战略地位受到市场关注；其次源于下游需求支撑，包括新能源汽车、空调、风电等产业下半年持续向好。而新能源金属中钴锂价格明显在节奏上出现分化，一方面钴因为供给端出清更为明显，同时上半年受新能源汽车产销下滑影响更小，因此8月之前率先反弹；锂价则持续疲软至8月以后，才随着新能源汽车产销回暖开启触底反弹。此外硅、镍、镁等全年录得上涨，而钨、钼、钒等因钢铁均相对弱势。

图表1：2020年基本金属和贵金属涨跌幅



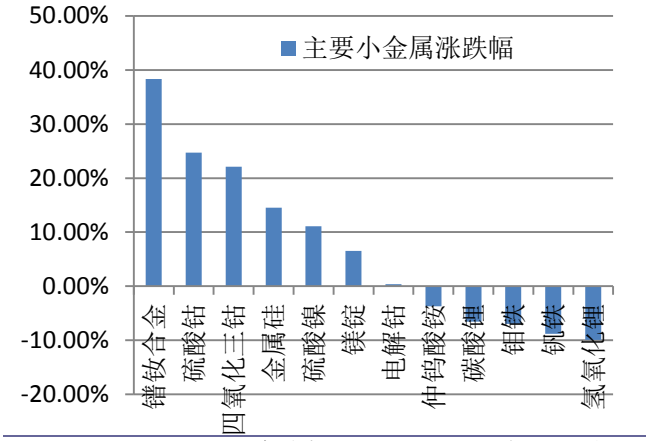
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表2：人民币2020年升值明显



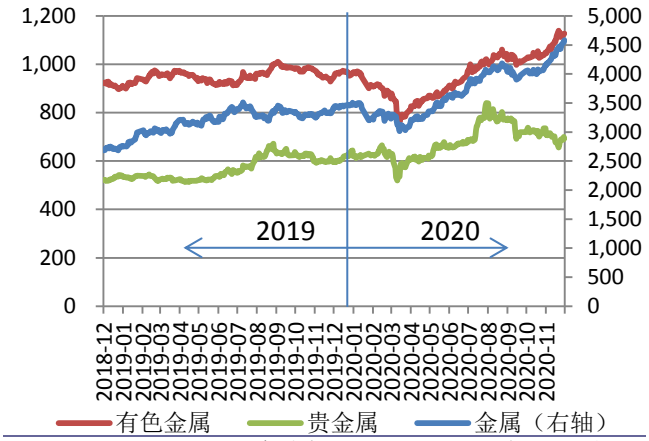
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表3：2020年小金属整体分化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表4：2020年商品先跌后涨（南华指数）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、企业经营：景气修复，盈利回升

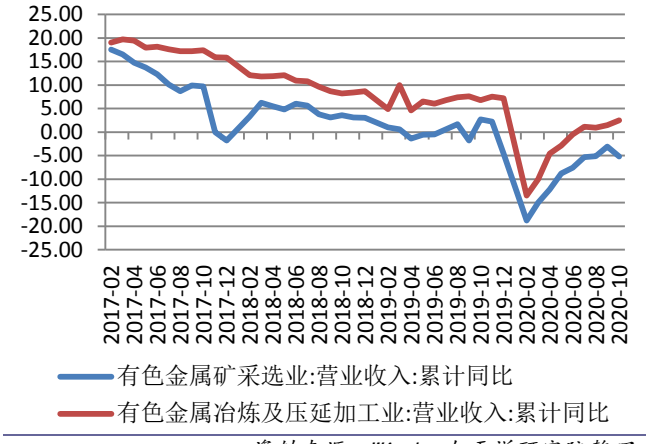
供需整体改善叠加信贷宽松，行业经营触底向好：今年以来受疫情影响，行业资本开支同比增速尽管有所反弹，但仍持续处于负值区间，供给端不断承压，而需求端则受益于地产及基建投资增速显著回升并转正。整体供需格局有所改善的情况下，有色行业主要品种基本呈现景气度上行的状态，叠加因疫情而推出的流动性和信贷宽松，有色行业经营环境整体触底向好。

采矿业利润修复快于冶炼加工业，但弹性后者更大：从收入端看，上游采矿业和中游冶炼加工业的收入和盈利增速，均出现触底反弹，但冶炼端收入增速自7月以来已经转正，而采矿端仍旧负增长。而利润端，行业增速反弹至可观水平，但采矿业修复节奏快于冶炼加工业，后者则在弹性上要大于前者。上游采矿业经历连续18个月大幅负增长后，从4月开始修复并在9月份转正，中游冶炼加工业则显示出更大的利润弹性，从6月开始修复，增速自最低的-43.7%转正至10月的5%。

采矿业利润率持续上行，冶炼加工则有所波动：从利润率看（以利润总额/营业收入测算），采矿业并未受到疫情的影响，持续从2019年12月9%稳步增长至今年10月份13.43%；冶炼加工端则明显受疫情影响在3月份触底，随后反弹至疫情前水平，波动相对明显。同时，整体看采矿业利润遥遥领先冶炼加工行业，对应的是上游矿端话语权较高的现状。而从整个有色上市企业利润率看，实际上最差的季度出现在2019年四季度而非今年疫情发生的一季度，另外三季度利润率甚至已经明显好于疫情前乃至去年

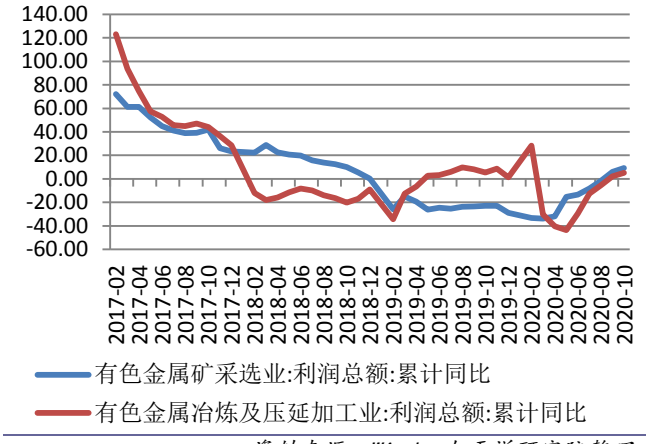
水平。

图表5：有色行业营收增速反弹后仍处于低位



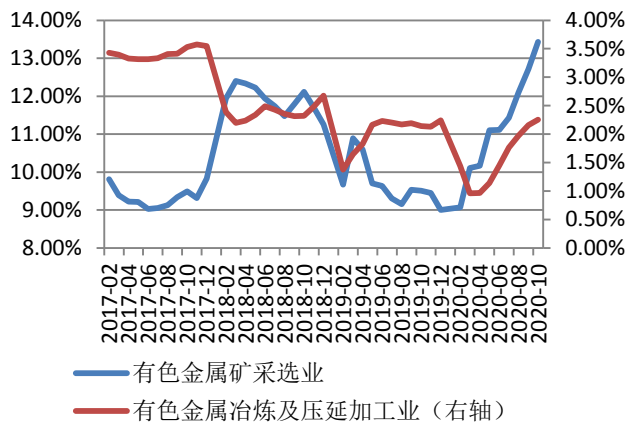
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表6：有色行业利润增速已反弹至可观水平



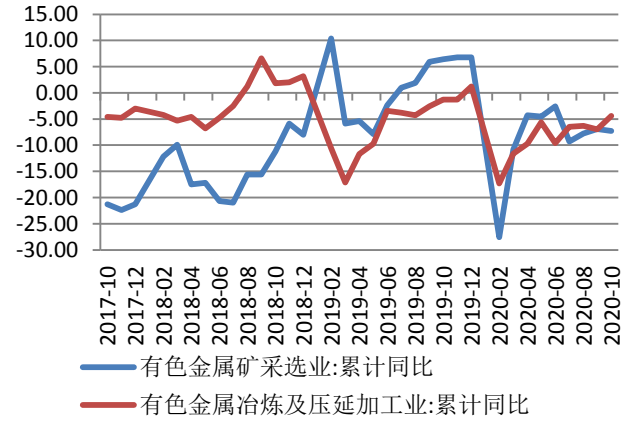
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表7：有色行业销售利润率（利润总额/营收）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表8：行业固定资产投资增速仍处于负值区间



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表9：A股有色行业上市企业收入与利润情况

项目	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	202 Q3
营业总收入	3,577.32	,23 .52	4,626.67	4,444.44	3,836.40	5,131.96	5,512.86
YOY	5.50%	7.67%	19.78%	7.29%	7.24%	21.11%	19.15%
利润总额	127.89	152.54	140.24	-115.2	68.52	139.76	209.96
YOY	-37.86%	-19.25%	-12.82%	-11.07%	-46.42%	-8.37%	49.71%
利润总额/营业总收入	3.58%	.60%	3.03%	-2.59%	1 79%	2.72%	3.81%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

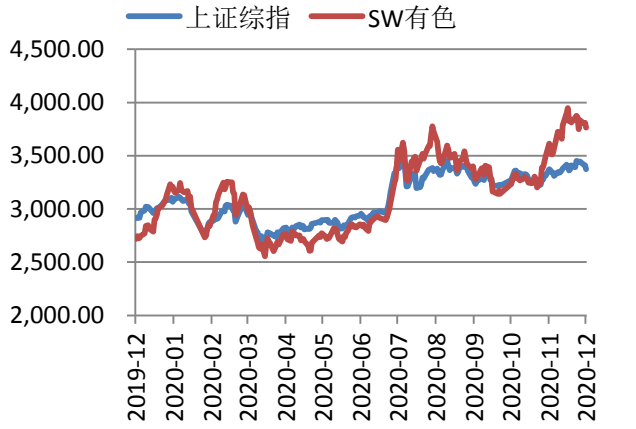
3、权益市场：超额明显，估值不高

有色全年超额收益明显，黄金和锂涨幅最可观：从权益市场看，2020年有色板块

整体上涨明显，显著跑赢上证综指。特别是10月份以来，顺周期行情开启，有色板块超额收益明显。截止12月18日，SW有色上涨29%，远超上证综指11.30%的涨幅。在所有子板块中，锂和黄金全年涨幅最为可观，分别达到78%和48%，加上其他稀有小金属（+30%）是仅有的三个涨幅跑赢行业的子板块。子板块中特别需要注意的是，稀土板块涨幅仅有5.26%，与稀土价格走势非常不匹配。

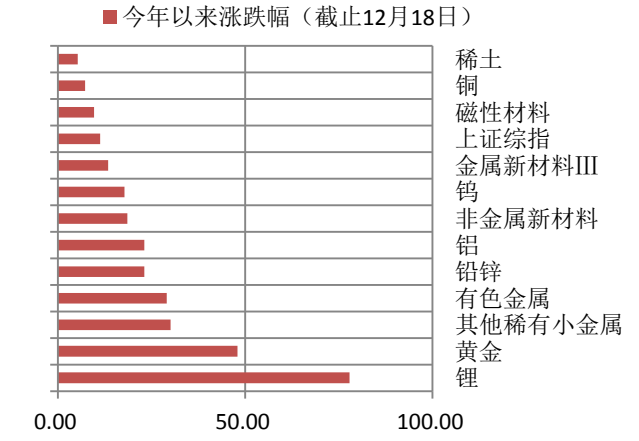
估值仍在历史均值下，复苏周期下尚有提升空间：2020年以来，有色板块整体估值回升约20%，截止12月18日，板块市盈率、市净率分别为47.27倍、2.67倍。但与过去十年均值分别为51.84倍、3.1倍相比，仍有9.67%和16.1%的空间；从行业与全市场对比而言，有色市盈率和市净率相比wind全A分别处于2.08和1.35，整体仍旧处于底部。预期随着在经济景气度边际回升背景下，强周期行业估值将再度快速消化，当前水平我们认为有所低估。

图表10：今年以来有色板块显著跑赢大盘



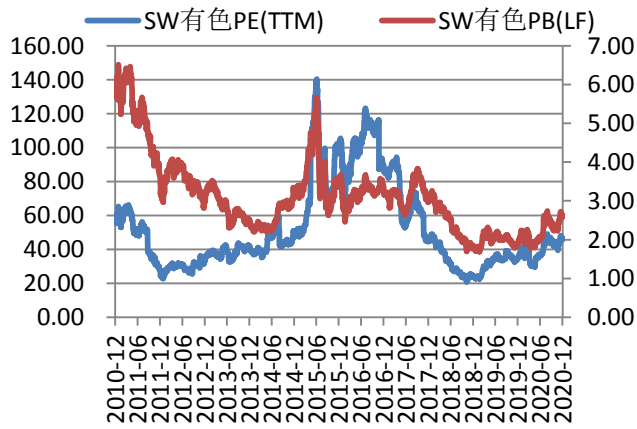
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表11：今年以来有色板块显著跑赢大盘



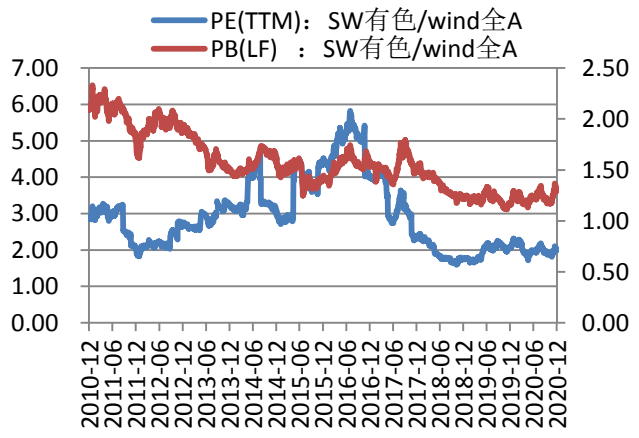
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表12：有色板块估值有所提升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表13：有色板块相对wind全A估值处于底部



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

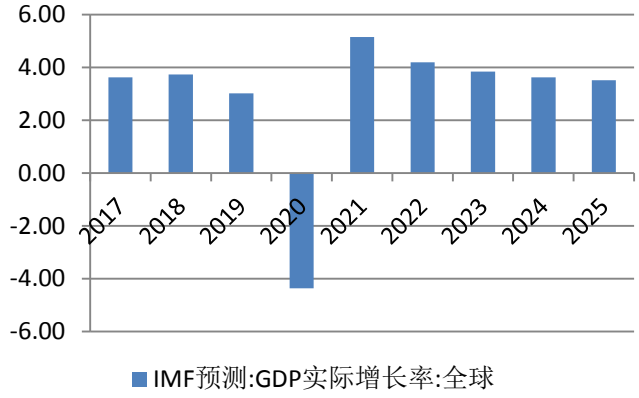
二、展望 2021：中枢上行，斜率放缓

1、全球经济持续复苏，库存周期重新向上

（1）海外：疫情控制相对乐观，库存周期重新向上

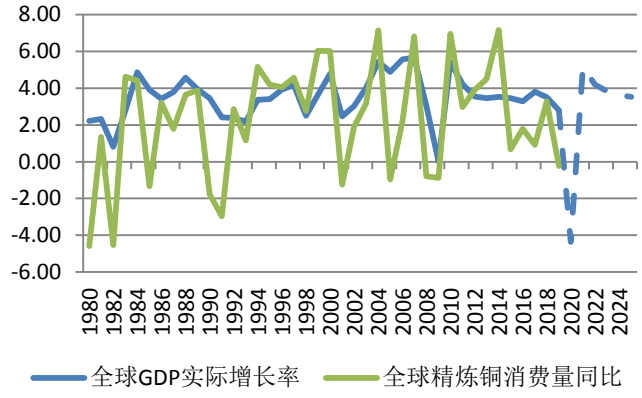
我们认为明年上半年，海外的关注点集中在疫苗控制和财政刺激上，而这两者的推出和落地又都是大概率事件。2020年因新冠疫情的冲击，全球生产到消费的全供应链均受到显著冲击，因此导致全球经济大幅萎缩。但2021年在**疫情控制和财政刺激**下，宏观经济复苏和下游需求边际好转，显然是非常确定性的事件。IMF预测2020年全球经济萎缩4.36%，而2021年可能增长5.15%。而全球有色大宗商品的消费和价格与GDP密切相关。我们判断2021年有望看到海外大宗商品需求中枢抬升，而且在疫苗和财政刺激下，海外需求弹性可能要大于国内。

图表14：IMF预测明年全球GDP增长5.15%



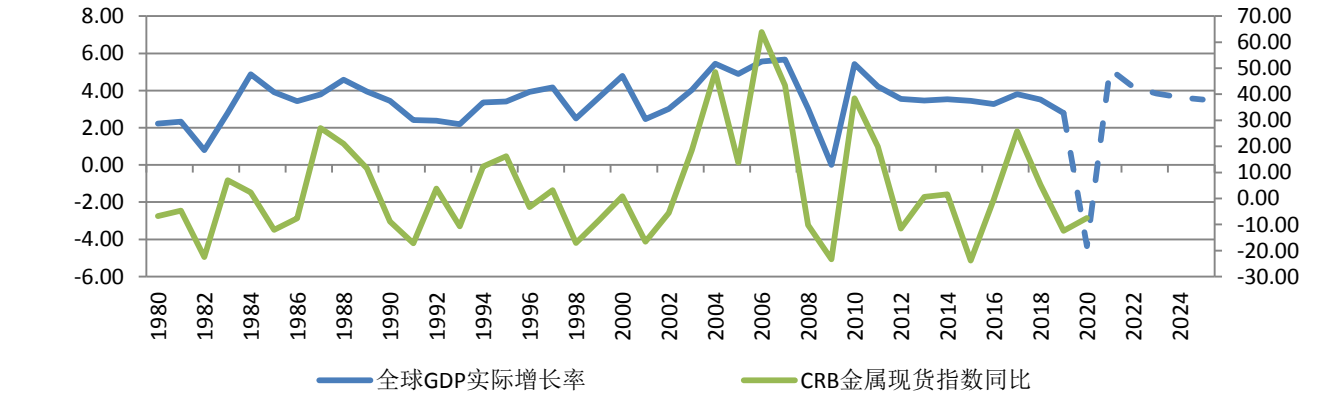
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表15：铜消费与GDP增速相关（虚线为IMF预测）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表16：金属价格与全球GDP增速密切相关（虚线为IMF预测）



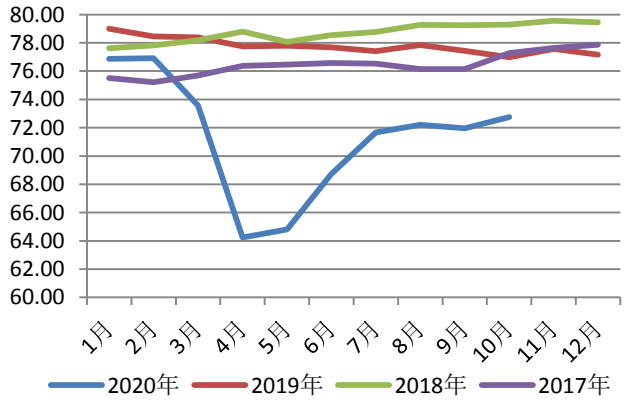
资料来源：WIND，太平洋研究院整理

制造业补库：企业产能利用率回升推动设备和库存周期向上。从传导链条看，疫苗的出现将使封锁和隔离政策边际减弱，在消费端会提振居民消费信心和能力，在生产端令工业企业加快复工复产，推动工业企业产能利用率回升。同时疫苗令企业投资信心恢复，并加大设备和库存的资本开支，将使设备和库存投资周期向上，进而有效支撑大宗工业品需求和价格。

4月份以来，美国制造业出货量及新增订单同比增速已持续边际改善，而制造业存货量则不断去化至2016年底以来的最低水平。随着下游出货量和新增订单在疫后的持续改善乃至转正，工业部门产能利用率预计至少将有3-4个点以上回升空间，对上游原料形成的补库需求将会非常确定。

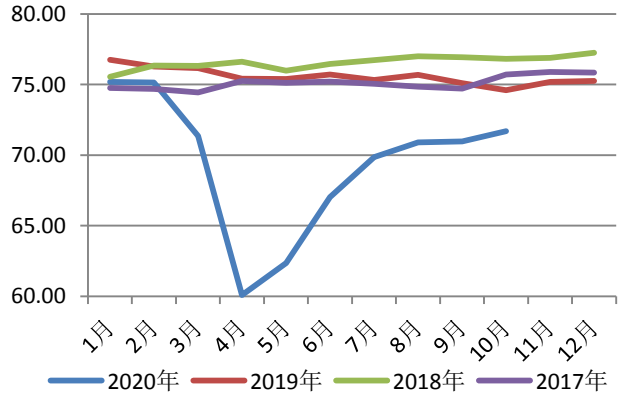
房地产补库：低利率环境催生的购房需求有望持续。2020下半年以来，美国地产销售持续火爆，7月以来，新屋销售同比增速一直保持在40%以上，成屋销售也持续转正。地产销售端景气度持续上行，我们判断主要原因在于：1）低利率带来购房成本降低、2）疫情期间长期隔离带来改善型住房需求、3）财政补助带来的居民购买力提升。由于销售端的火爆，地产库存持续去化，3月份以来新建住房待售同比增速持续下降，10月已回落至-14.20%。强劲的销售数据，叠加库存持续去化，在疫苗得到广泛应用的2021年，美国新屋开工有望迎来一轮补库，进而带动金属需求。

图表17：美国全部工业部门产能利用率有回升空间



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

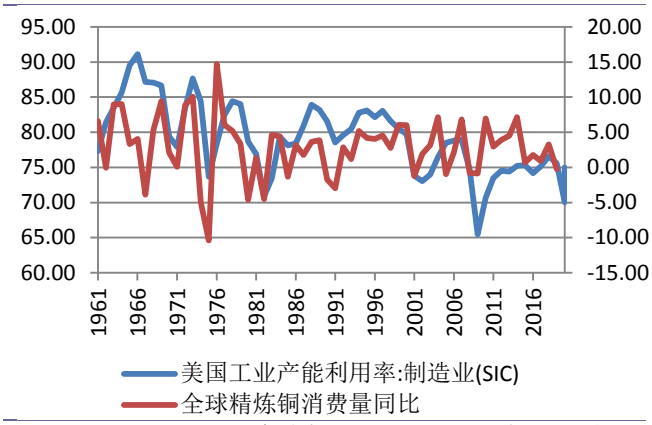
图表18：美国制造业产能利用率有回升空间



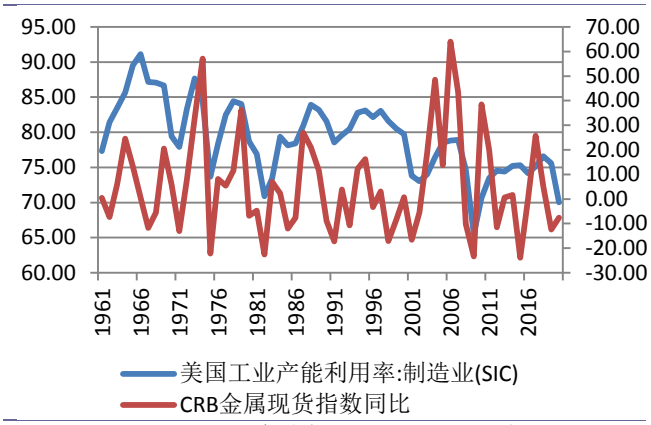
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表19：美国工业产能利用率与铜消费密切相关

图表20：美国工业产能利用率与金属价格密切相关

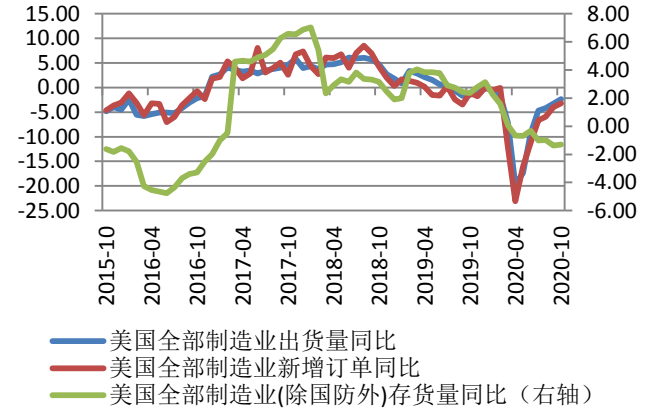


资料来源：Wind，太平洋研究院整理



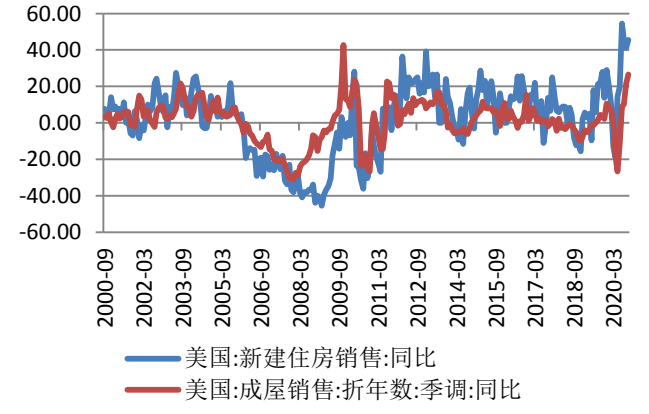
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表21：美国制造业存货量库存持续去化



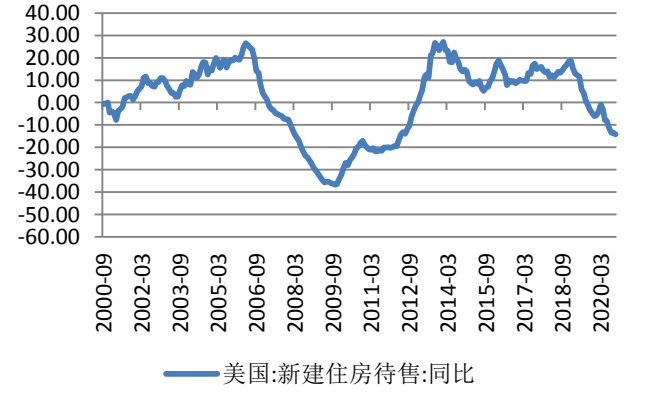
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表22：下半年美国地产销售持续火爆



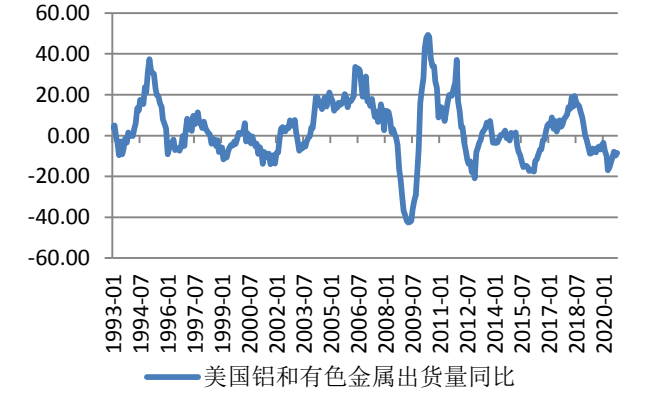
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表23： 美国新建住房待售持续回落



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表24：美国有色金属出货量已经明显触底



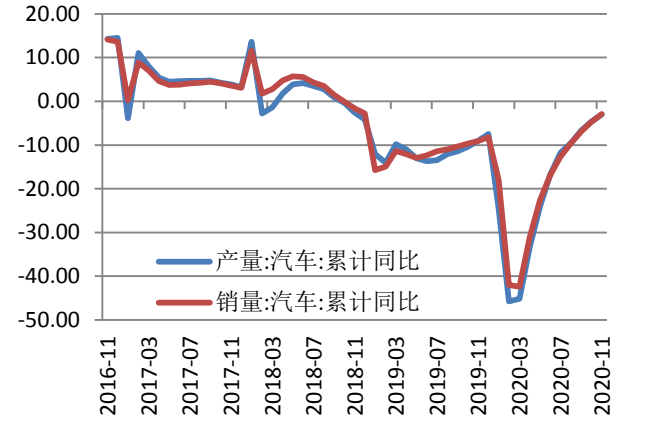
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（2）国内：经济保持强劲复苏，低库存和补库共振

从国内看，目前市场对于流动性边际收紧的预期较强。2020年上半年，在疫情冲击下，国内货币和财政政策均出现明显扩张，同时宽信用效果显著。但随着复工复产的加快，以及三季度以来各项经济数据的转正向好，预计2021年货币和财政政策可能不会进一步加码宽松，也就是体现为边际收紧的状态。从11月社融数据看这种迹象已经出现，尽管11月M2增速仍然环比提升，但信贷增速稳中微降，社融增速则小幅下行。不过这种边际收紧并不意味着政策直接转向，而是在“不急转弯”的承诺下缓慢回归常态，并保持现有流动性合理充裕。在流动性边际变化的情况下，国内复苏更多依赖于内生动力，具体而言：

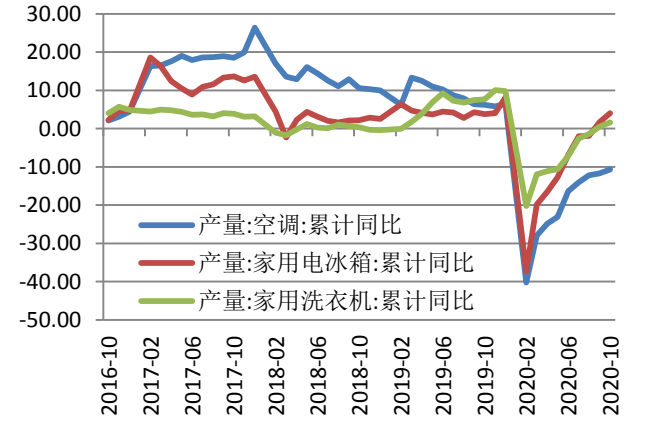
消费端或保持强劲复苏势头，例如有色大宗商品的主要下游汽车、家电等耐用品消费在2020年下半年以来持续复苏。2020年1-11月汽车累计产量自底部回升至-3%，累计销量回升至-2.9%；家电方面同样在下半年持续复苏。但不管是汽车还是家电，其整体累计增速仍旧处于低位，预计2021年在地产竣工周期催化下，汽车和家电等耐用品消费将延续高景气并回到正增长区间，利好工业品消费。

图表25：汽车消费下半年以来持续复苏



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表26：家电消费下半年以来持续复苏

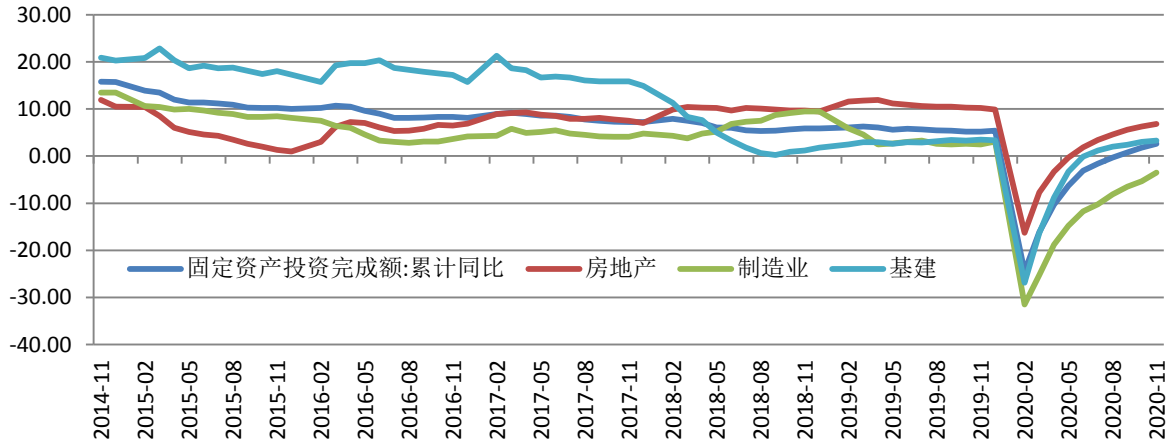


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

投资端看好制造业复苏。2020年固定资产投资明显从疫情中明显反弹，但整体仍未恢复到疫情前水平。**展望2021年，**在稳杠杆甚至转向去杠杆的情况下，政府举债持续难以为继，基建投资可能持续低迷。在宽松政策边际收紧的状态下，信贷和社融增速预计小幅回落，对工业企业投资也可能产生一定冲击。但鉴于工业企业盈利周期已经开启，随着实体自我造血功能修复，制造业固定资产投资持续向上修复仍然可期。地产方面，尽管面临政策约束，但结构性行情中可能开启一轮补库，地产投资也将较

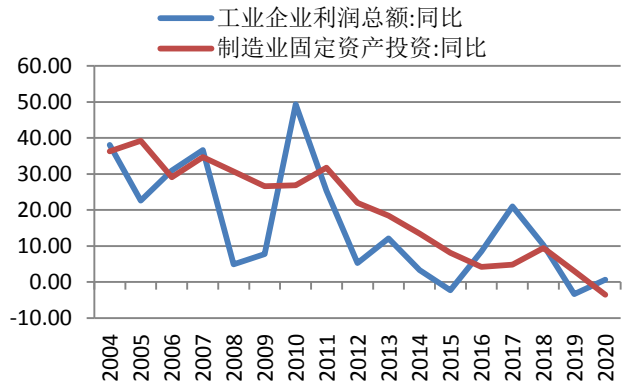
为乐观。而地产和制造业，又是有色大宗商品消费最主要的两个场景，因此我们持续看好2021年有色金属价格中枢上行。

图表27：2020年固定资产投资主要依赖于地产复苏



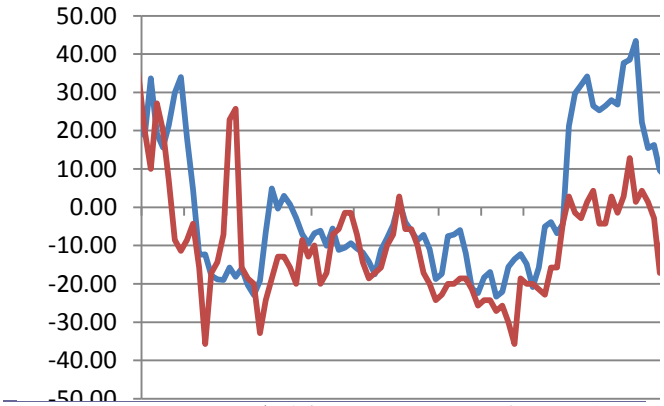
资料来源：WIND，太平洋研究院整理

图表28：工业企业利润领先制造业固定资产投资



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表29：制造业PMI与金属价格走势基本一致

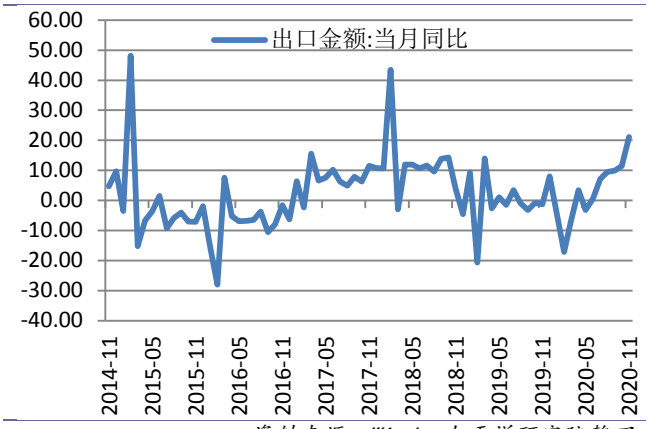


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

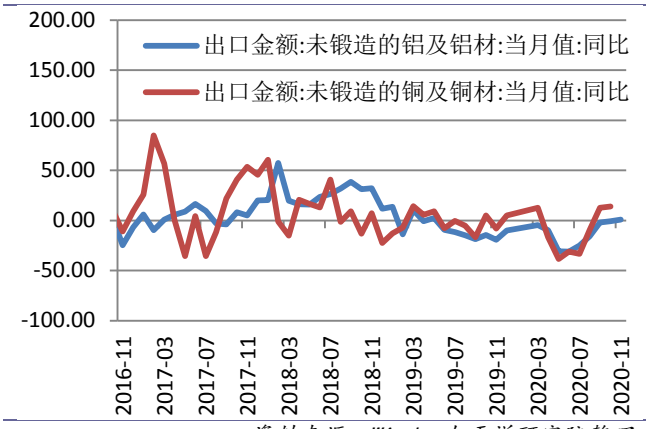
出口端或出现结构性分化，3月以来因国内生产率先恢复，海外则持续停工停产，因此部分订单转移至国内，叠加防疫物资需求攀升，国内出口持续高景气，11月我国美元计价出口金额同比增加超21%。我们判断2021年外需大概率也将持续高景气，但出口结构上可能会出现分化。随着海外疫情控制，海外工业企业产能利用率回升，成品出口可能略有放缓，而工业品原料出口需求或将同比显著回升。

图表30：出口金额3月以来持续攀升至高位

图表31：工业品原料出口有所恢复但仍有空间



资料来源：Wind，太平洋研究院整理



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

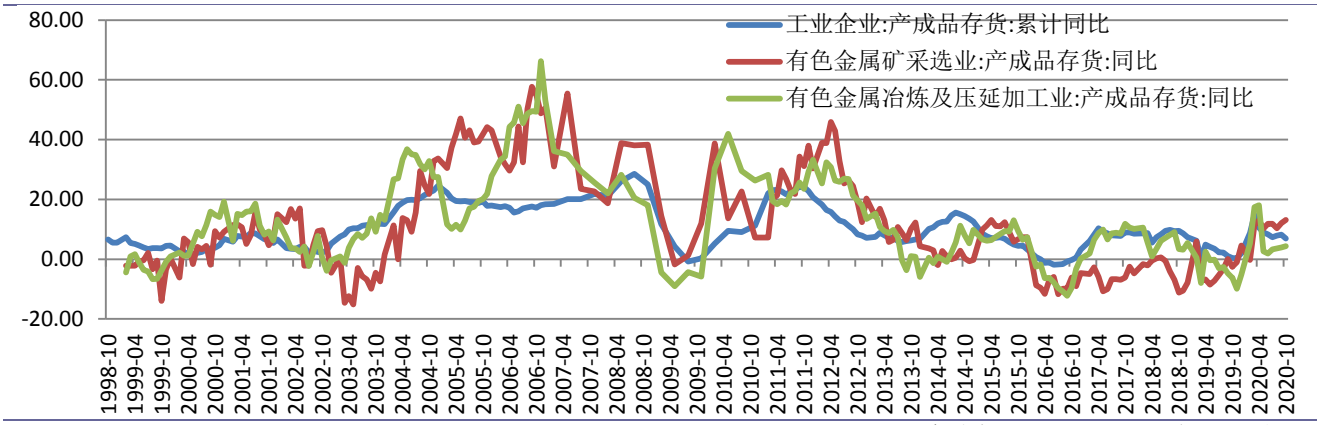
低库存和补库共振，大概率催动商品价格中枢上行：总体而言，国内制造业投资和地产投资仍有边际改善空间，而海外补库有望令出口持续保持景气度，受益于此，国内工业企业在疫情短暂冲击后，库存周期大概率重新向上。因M1反映了企业流动性资金需求，从M1增速领先存货增速的情况看，目前M1处于攀升阶段也预示着2021年库存周期将再次开启。另外需要注意，在每次补库周期中，因为牛鞭效应，上游工业品补库弹性一般而言大于下游；而有色产业链库存目前又处于低位，从矿端、冶炼端到下游加工端整体库存去化明显。在此情况下，低库存和补库有望共振，催动商品价格中枢上行。

图表32：M1上行预示补库周期开启



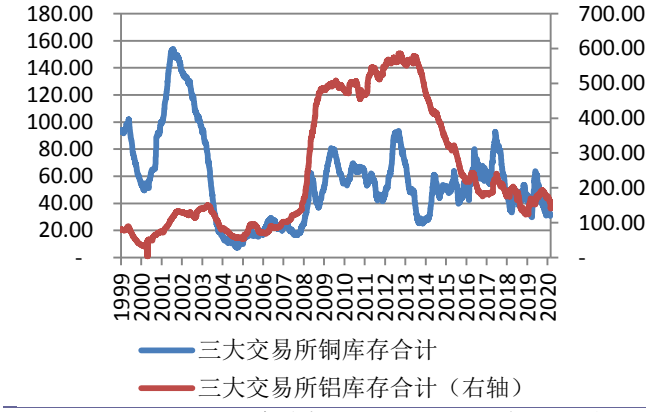
资料来源：WIND，太平洋研究院整理

图表33：有色行业补库弹性大于工业企业



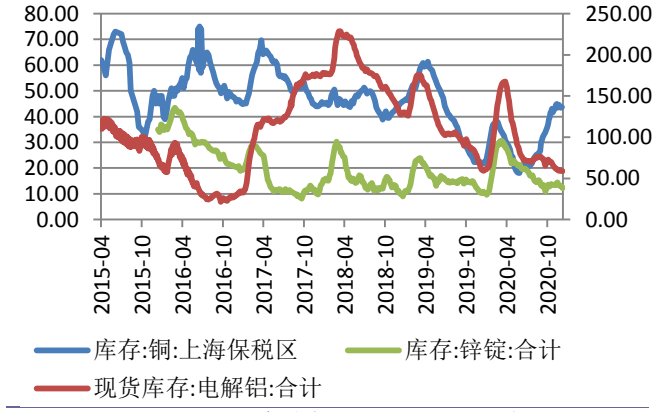
资料来源：WIND，太平洋研究院整理

图表34：交易所库存有色金属库存整体处于低位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表35：有色金属社会库存整体处于低位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（2）商品：价格中枢上行，但须警惕上涨斜率放缓

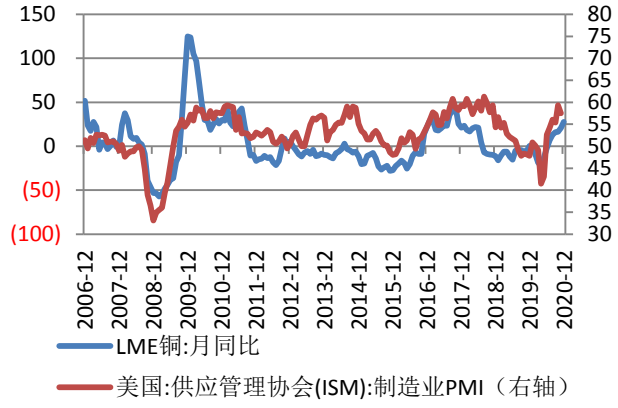
海外景气度上行趋缓，或压制有色金属上涨斜率：尽管2021年持续复苏确定性非常大，我们也判断有色大宗商品的价格中枢将继续上行，但需要警惕的是整体复苏斜率可能边际趋缓，从而对上游工业品涨幅产生压制。这点从美国PMI与铜价涨幅走势对应的情况可以看出来：目前美国PMI数据已经达到接近60的景气度高位，继续上行空间或许相对有限，这可能会限制了铜等大宗工业品上涨斜率。不过从另外一个角度看，OECD综合领先指标也与铜价涨幅密切相关，OECD综合领先指标目前仍处于低位，对铜价有所支撑。这表明2021年海外铜需求的边际增量，可能主要在于美国以外的其他经济体。

国内地产周期趋于扁平，或致补库弹性弱于以往：从国内来看，我们判断有色大宗商品上涨斜率放缓，主要基于地产周期趋平和流动性边际收紧两个因素。国内过去

几轮补库周期，核心驱动在于地产周期。但在“房住不炒”的主基调下，地产周期趋于扁平，难以继续带动从上游原料、中游制造到下游消费等诸多相关产业形成强势补库周期。而明年最为确定性的制造业复苏及其衍生出的内循环产业链，也暂时难以对地产周期形成替代，因此国内本轮产业链补库弹性或将弱于以往。

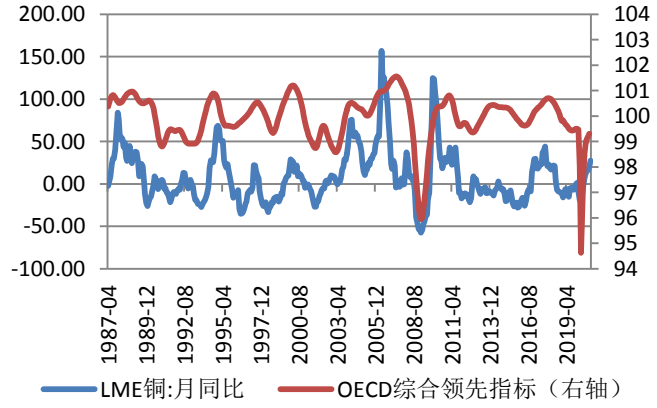
流动性边际收紧预期增强，或压制大宗商品估值：2021年国内财政和货币政策归于中性的预期比较强，市场面临流动性边际收紧的压力，而实体杠杆对于工业品价格具有明显的领先性。从M2看，中国已经出现明显趋平，从海外看，复苏趋势一旦确定后，欧元区和美国M2增速也可能出现放缓，这会对有色大宗商品估值产生压制。

图表36：美国制造业PMI与铜价走势基本同步



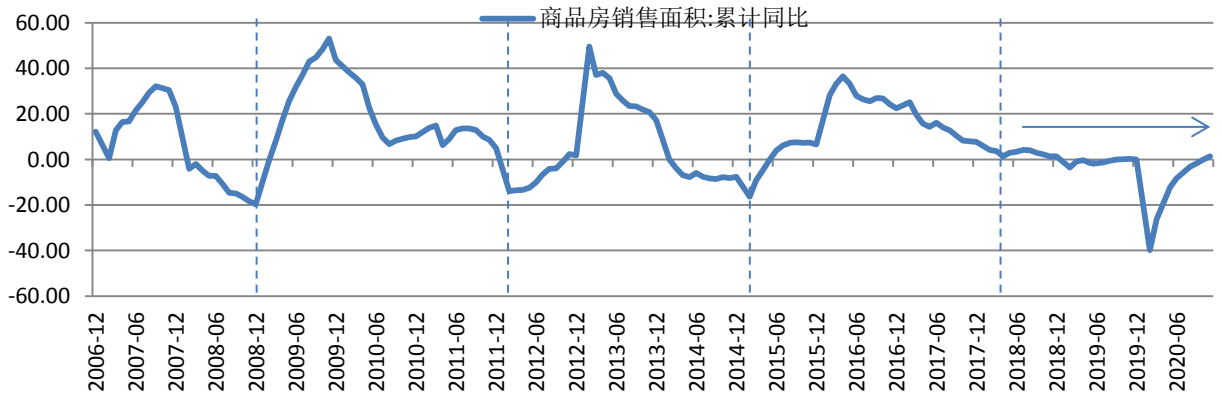
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表37：OECD综合领先指标与铜价走势基本同步



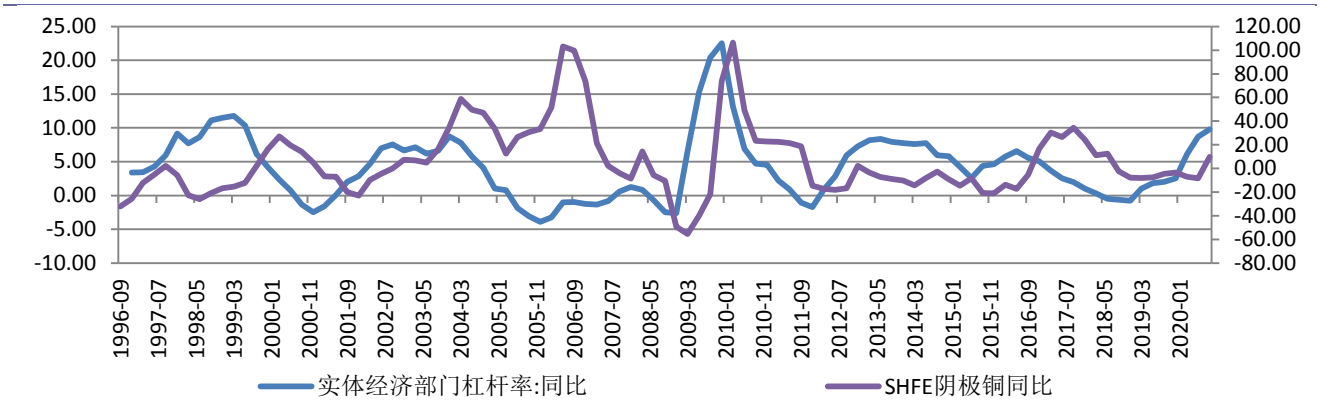
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表38：地产周期趋于扁平或致补库周期弱于以往



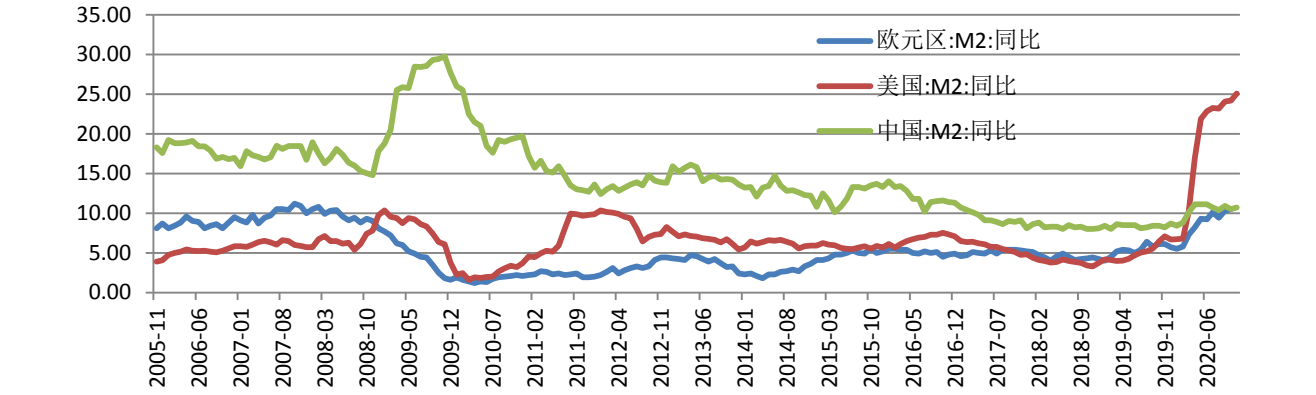
资料来源：IMF，ICSG，太平洋研究院整理

图表39：中国实体经济部门杠杆率领先铜价



资料来源：IMF，ICSG，太平洋研究院整理

图表40：2021年全球M2上升斜率可能放缓



资料来源：IMF，ICSG，太平洋研究院整理

2、流动性将保持宽松，美元延续弱势表现

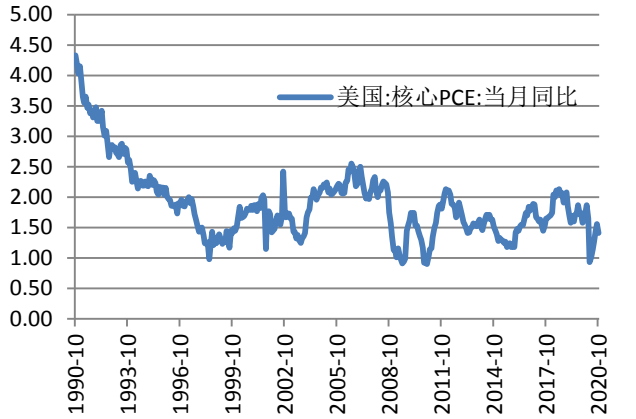
（1）高债务背景下，全球流动性大概率继续宽松

全球低利率政策持续性可期。参考以往加息周期，就业和通胀情况是美联储政策变化的主要参考指标。目前通胀预期仍旧处于低位，不足以改变美联储货币宽松姿态，而且因美联储采取平均通胀值，其对通胀容忍度有所上行。因此通胀端构不成美联储加息的动力，未来政策是否收紧核心还是在于就业。目前在疫情受到控制的情况下，就业率持续上行可期，但达到收紧货币政策的水平，或许还比较难。

从美联储的前瞻指引看，2021年海外流动性大概率继续宽松，即便要见到宽松步伐的放缓，可能也要到2021年末或2022年初。根据最新点阵图，美联储至少要到2023年才开始加息。此外我们认为货币政策难以收紧的一个更重要的潜在约束在于高债务。由于高债务问题，货币政策若回归中性，利率上行必将带来政府赤字率攀升、实体企

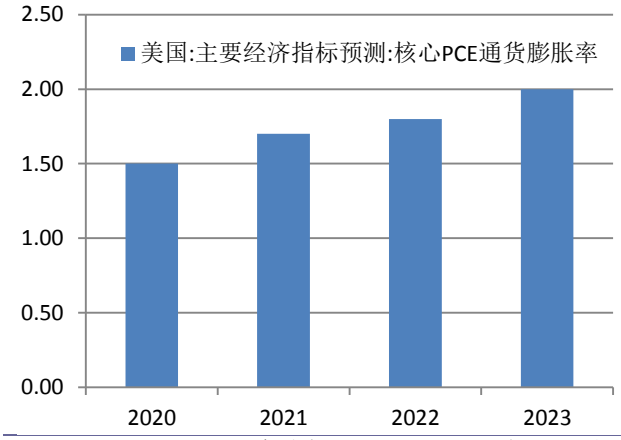
业盈利能力受损等问题。

图表41：美国核心PCE处于低位



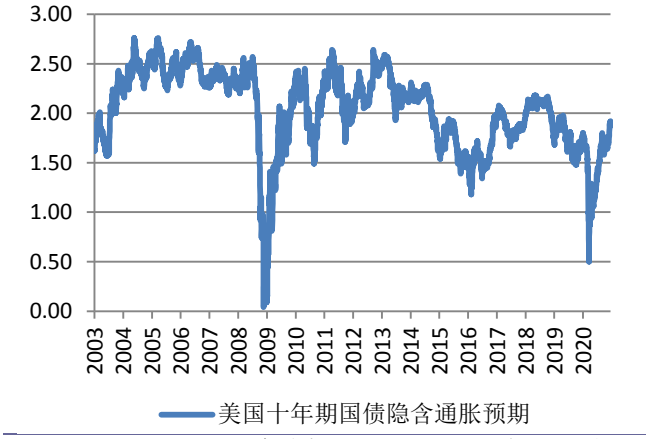
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表42：美国核心PCE或许要到2023年才能达2%



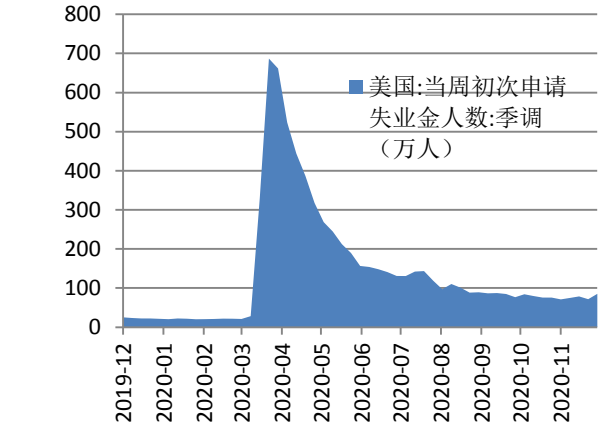
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表43：美国隐含通胀预期仍有反弹空间



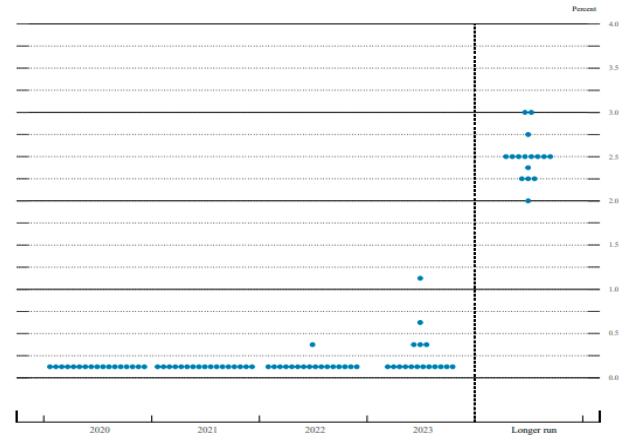
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表44：美国就业市场仍未完全恢复至疫情前

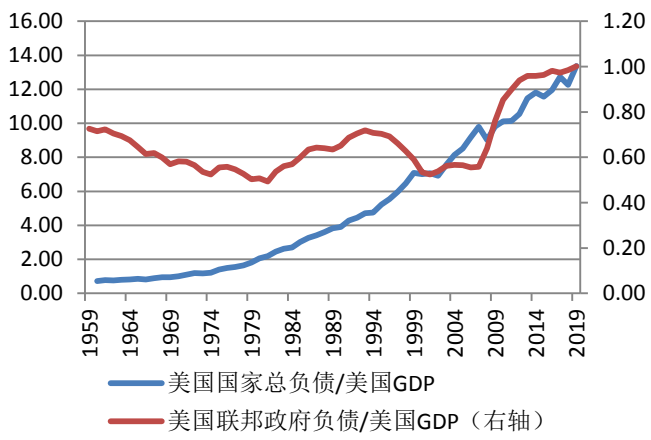


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表45：美联储点阵图显示加息至少要到2023年



图表46：美国国家总负债和政府债务处于历史高位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（2）即便流动性边际收紧，高估值资产影响更大

流动性政策的边际变化，影响最大的是部分高估值资产如美股，特别是美股中部分科技股。因为长期以来美股估值的支撑就在于高杠杆和低利率。一旦政策环境转向，更多流动性可能会转向低估值周期板块或者大宗商品。国内货币和财政政策也有回归中性的预期，但同样，我们认为国内流动性边际收紧，更多会会冲击高估值板块配置需求，而低估值周期品和周期股将在PPI上行背景下，获得更多大类资产配置需求的青睐。从历史上看，全球复苏背景下的**持续宽松乃至宽松转向初期**，都是有色板块具有超额收益蜜月期。

（3）通胀预期大概率回升，利好大宗商品估值

通胀的回升和资产价格上行要么是靠流动性推动，要么是下游需求复苏推动，而2021年，我们可能会两者都能看到。一方面在货币宽松和财政刺激下，我们在2020年看到了海外天量的流动性注入。参考上一轮经济周期，2020年已经注入和2021年可能持续注入的天量流动性，在CPI和PPI上可能会滞后体现。至于市场担心的宽松政策可能在经济复苏后面临退出风险，我们认为至少要到2021年年末。

另外一方面，经济复苏的预期在疫苗中变得更加乐观，全球消费持续复苏，工业企业因乐观预期和低利率环境，将再次进入新一轮强资本开支周期。在这种情况下，全球再通胀的概率非常大。而由于有色大宗商品的抗通胀的属性，我们判断2021年通胀回升对于上游工业品和贵金属等资产都将形成利好。

（4）美元处于弱势周期，利好有色大宗商品表现

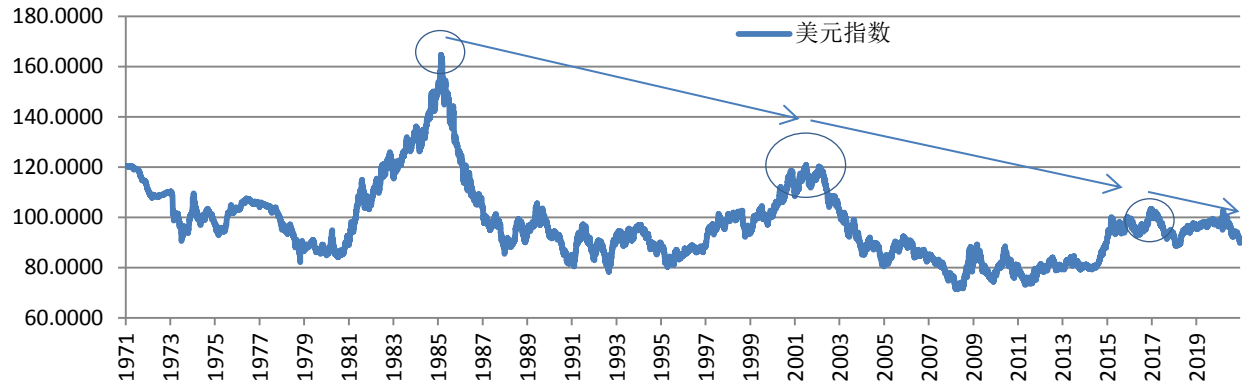
从历史上看，美元形成了15年左右的一轮周期，近50年来的三轮美元周期高点分别在1985、2001、2016年。美元峰值对应金属商品价格触底，随着美元越过峰值后，金属商品价格一般迎来牛市。

我们自2019年开始持续坚定认为美元将步入长期下行周期，当前时点我们继续判断2021年美元将持续走弱。**一方面，美国持续放水将带来美元信用持续走弱。**从货币政策上，2021年美联储将持续低利率政策，短期看不到加息进展；而财政政策上，拜登上台后再度进行财政刺激的概率相当大，这将扩大财政赤字，进一步带来实际利率下行，利空美元。

另一方面，2021年经济相对强弱表现也可能催化美元下行。因为从目前看，美国疫后复苏是快于欧洲等其他经济体的，但2021年欧洲等美国以外的经济体复苏斜率可

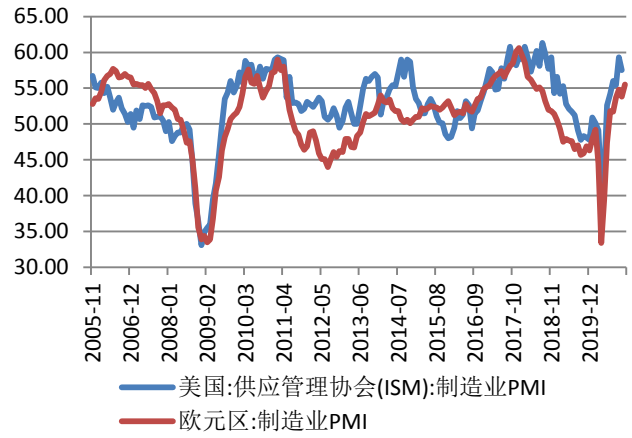
能快于美国。从各国的PMI数据来看，目前美国PMI已经在60左右的景气度上沿，而欧洲主要国家对比而言，仍旧有较大的上升空间。此外IMF对2021年各经济体的GDP增长率预测中，也认为欧元区尽管2020年衰退更大，但2021年GDP增速反弹将至5.15%，远高于美国的3.08%，显示出欧元区更强的边际改善情况。

图表47：美元形成了15年左右的一轮周期且当前处于下行周期



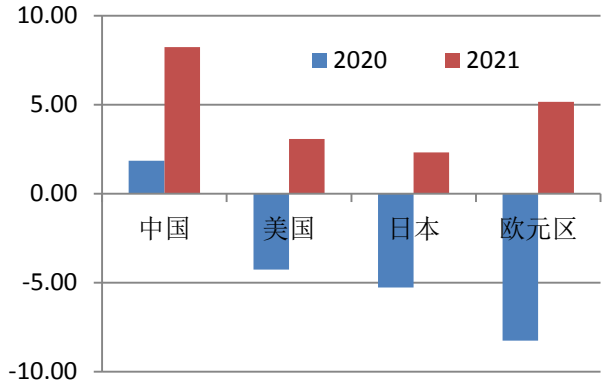
资料来源：IMF，ICSG，太平洋研究院整理

图表48：疫后以来美国PMI修复快于欧元区



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表49：IMF预测主要经济体GDP增长率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、投资策略：布局通胀对冲和高成长两条主线

1、投资方向：布局通胀对冲和高成长两条主线

全球流动性大概率维持宽松，以及全球经济持续确定性复苏的背景下，整体有色板块我们均看好表现。从主线看，推荐关注通胀对冲以及高成长两条主线：其中大宗金属包括金\银、铜等更多看好其通胀对冲表现；而锂钴和部分高景气新材料，则是看好其源自需求端驱动的成长性。

1.1 金银：受益于实际利率回落和美元下行

在我们的框架里，黄金价格主要依赖于美国实际利率和美元指数，特别是实际利率与金价负相关性接近90%。我们判断2021年金价仍将持续回升，一方面是2021年高债务压力下，美联储将继续保持名义利率和十年期美债收益率低位运行，而在复苏背景下，海外通胀预期将有较大概率显著提升，进而推动实际利率回落以及黄金走高。同时在欧洲经济复苏斜率可能快于美国的情况下，2021年美元大概率继续处于弱势周期，黄金价格也将从美元下跌中获得动力。

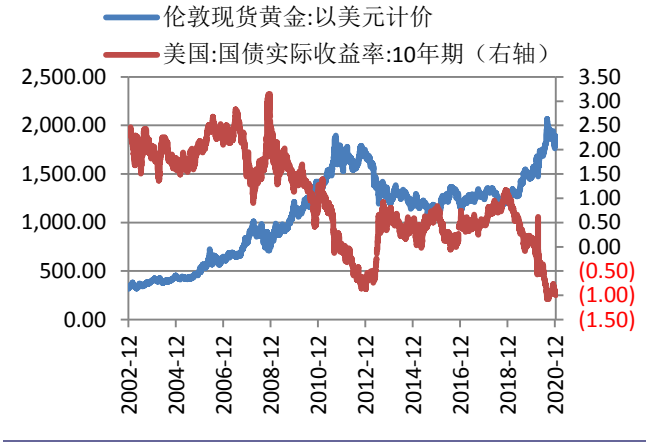
此外我们也看好白银在2021年的表现，由于白银商品属性相对较强，在与黄金强关联的同时，可能会更加受益于经济复苏和通胀对冲需求。即便目前从金银比价看，金银比已经显著低于80，但随着金价上行，白银仍有较大空间。

图表50：黄金与美元指数负相关



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表51：黄金与美国10年国债收益率负相关



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

1.2 铜镍：工业金属中相对确定性的复苏品种

工业金属价格中枢上行动力强劲：如前文所述，2021年在全球经济持续复苏，库存周期重新向上，通胀预期回升以及美元指数下行的背景下，大宗工业金属价格中枢仍有强烈的上行动力，尽管我们判断上涨斜率可能放缓，但部分工业金属如铜等供需格局相对优异的品种依旧值得配置。此外即便流动性边际收紧，其对高估值资产影响更大，而主要的铜镍标的，目前估值仍旧处于低位。

铜：需求相对乐观，预计仍小幅紧缺。从供需平衡表看，根据WBMS，2020年前十月，精炼铜短缺114.3万吨，此外锌、锡、镍都相对紧平衡，铝整体有所过剩。展望2021年，根据国际铜业研究小组(ICSG)，2020年全球精炼铜料短缺5.2万吨，2021年料过剩6.9万吨;2020年以及2021年全球精炼铜产量增速预计为1.6%，仍然保持低位增长。

而需求端2021年全球铜需求增速预计为1.1%。考虑目前疫苗推出形势相对乐观，我们预计需求增速将至少在1.5%-2%区间（实际上2017-2019年需求增速平均约为1.7%，考虑2020年低基数因素，我们相对乐观），在此情况下供需平衡仍旧小幅紧缺3.8-16万吨。

镍：过剩预期或将转向平衡乃至紧缺。目前市场对镍的供需关注点，已经更多从镍铁-不锈钢产业链转向电解镍-新能源产业链。特别是近期，特斯拉及宁德时代不约而同在关注印尼镍资源，导致市场情绪高涨。抛开炒作因素，从供需平衡表上看，根据国际镍业研究组织（INSG）的预测，2021年全球镍需求预计将从2020年的232万吨增至252万吨，全球镍产量预计将从244万吨升至259万吨；2020年隐性市场预计过剩11.7万吨，2021年过剩6.8万吨。一方面，从趋势上看，过剩显著收窄，供需已经在边际改善，另一方面，我们认为在疫情控制相对乐观的情况下，需求端有望获得更高增速，整体过剩甚至可能转向平衡乃至小幅紧缺。

图表52：主要金属供需平衡表

时间	铜	铝	锌	铅	镍	锡
2014	11.60	-58.90	-20.90	-3.84	24.18	0.73
2015	14.10	-65.90	10.00	-1.40	7.35	-0.87
2016	-10.20	-77.00	-20.20	-15.40	-6.82	-0.54
2017	13.80	-120.90	-38.60	-43.80	-4.13	-1.30
2018	-1.90	-99.30	-28.00	6.70	-9.13	-1.24
2019	-9.40	68.50	-32.90	-24.40	-0.22	0.03
2020.1-10	-114.30	170.90	-5.70	29.30	6.37	-1.87

备注：负数为短缺，正数为过剩

资料来源：WBMS，太平洋证券研究院整理

图表53：全球铜供需平衡表显示供需维持紧平衡

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
全球矿山铜产量	18,436	19,149	20,402	20,058	20,565	20,528	20,223	21,151
全球精炼铜产量	22,490	22,838	23,357	23,548	24,058	24,047	24,434	24,815
全球精炼铜消费	22,927	23,081	23,492	23,705	24,484	24,427	24,486	24,745
精炼铜平衡	-436	-244	-136	-157	-426	-381	-52	69

备注：单位为千吨

资料来源：ICSG，太平洋证券研究院整理

1.3 锂钴：无钴化仍旧遥远，锂价触底反弹

锂钴等新能源金属，受益于3C产品快速放量及新能源汽车爆发，其成长性已经无需多言。国务院办公厅日前印发《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》，提出到2025年，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右，到2035年，纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化。在政策护航下，新能源汽车行业

有望迎来持续2-3年的上行周期，对应锂钴镍等新能源金属，也有望迎来需求高成长。

钴：无钴仍然遥远，持续看好钴需求

一方面，特斯拉高调宣布发展无钴化电池，但随后即与嘉能可签订中长期钴采购协议，因此我们更倾向于认为特斯拉宣布无钴化，更多是以保障钴资源供应为出发点。第二，从技术发展看，无钴电池目前离真正的产业化应用仍然遥远，即便从长周期看，低钴是比无钴更出现可能的革新方案。第三，未来更大的可能是多种技术路线并行，如中高端动力电池仍旧以含钴三元材料为主，中低端市场则以磷酸铁锂等为主。第四，钴需求更大依赖于3C发展，根据安泰科数据，目前钴最大的应用领域包括3C电池44%，动力电池18%，此外还有高温合金、硬质合金等，在5G产业化趋势下，3C领域钴需求仍有较大爆发空间。

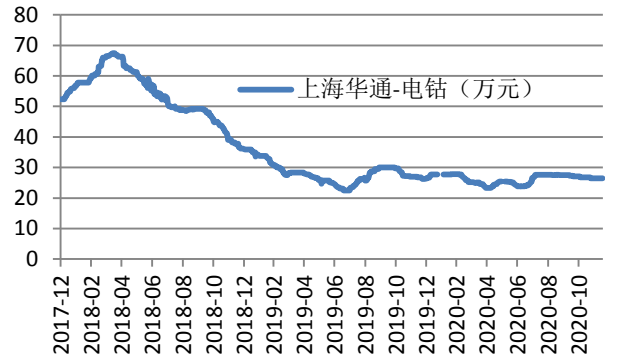
2020年钴价呈前低后高走势震荡上涨趋势，但整体仍旧处于底部。2020年影响价格的主要因素包括供给端嘉能可关停Mutanda、疫情影响南非钴原料出口、钴收储预期等；同时需求端，下半年全球新能源汽车产销快速回升，有效拉动了钴在内的原料需求。目前，供给端相对平稳，未来钴市场仍有待需求端支撑，一方面是国内政策护航，海外财政补贴下，全球新能源汽车保持高增长，另一方面随着5G商用时代的到来，3C消费整体有望回暖。整体而言，预计钴市场有望至2022年转向短缺，在紧平衡下我们预计2021年钴价中枢有望上行，预计突破30万元/吨是大概率。

图表54：钴供需平衡预测

钴供需平衡预测	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
供应（万吨）	10.74	14.40	14.46	14.3	14.8	15.5
需求（万吨）	11.56	12.45	13.41	13.6	14.4	15.7
供需平衡（万吨）	-0.82	1.95	1.05	0.7	0.4	-0.2

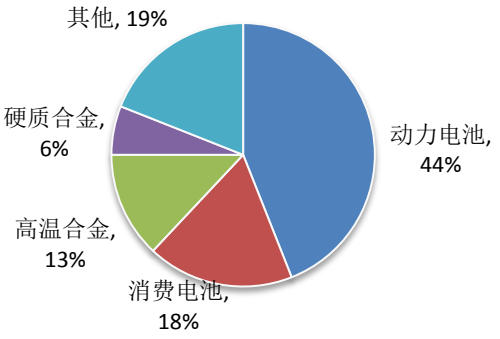
资料来源：百川资讯，太平洋证券研究院整理

图表55：钴价整体仍旧处于底部



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表56：钴的需求主要是3C电池和动力电池



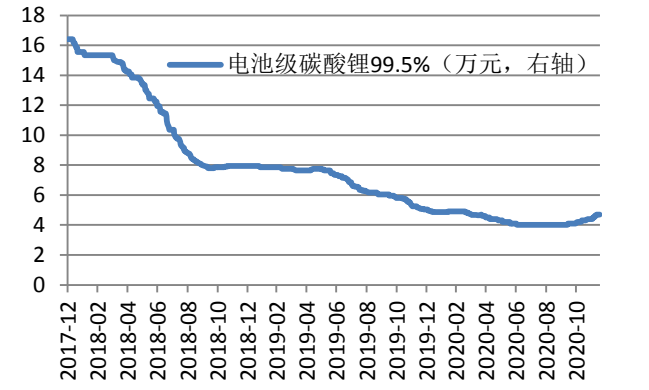
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

锂：三季度价格触底，重回景气区间

2020年在新能源补贴退坡影响和疫情双重影响下，国内锂盐市场上半年整体疲弱，市场价格水平持续走低。但自10月份以来，市场触底回暖，碳酸锂价格显著回升。原因在于一方面部分碳酸锂产能在锂价下跌至成本线下后逐渐出清，市场整体供应有所收紧，2020年1-10月，国内碳酸锂的总产量12.83万吨，较去年同期相比减少1.07万吨左右。另一方面，下半年新能源汽车产销火爆，带动10月以后国内碳酸锂下游三元材料、磷酸铁锂等正极厂家开工，进而利好碳酸锂需求。

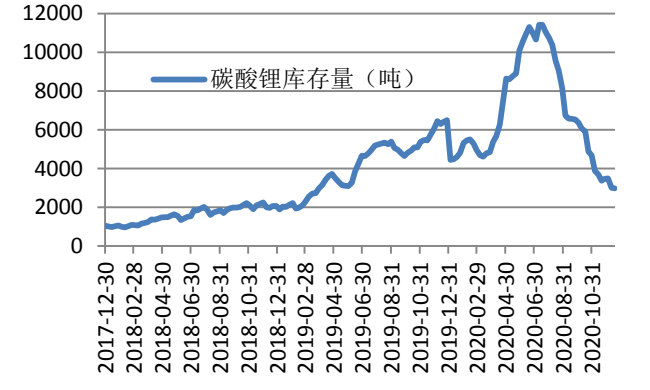
展望2021年，在新能源汽车的确定性趋势下，预计2021年国内碳酸锂价格水平或将继续回升。从供给端来看，目前锂精矿价格仍旧处于低位，除了泰利森仍在盈利，大部分矿山处于成本线下，限制锂矿供应恢复。此外，统计情况看，2021年国内新增碳酸锂产能释放仍旧有限，同时部分高成本产能预计会继续出清。目前因供需格局良好，碳酸锂库存已经降至2019年4月以来最低水平，比年内高点下降超过70%。从平衡表上看，根据SMM判断，预计2020年国内碳酸锂过剩7.3万吨，而2022年全球锂原料或将实现供需平衡。我们认为在当前低库存的状态下，随着新能源汽车产销的持续旺盛，预计锂价上行空间较为充足，我们看好其步入6-8万/吨区间。

图表57：碳酸锂价格明显触底反弹



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表58：碳酸锂库存处于2019年4月以来最低水平



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

1.3 新材料：半导体、5G、轻量化等内循环领域

从需求端看，随着制造业转型升级持续推进，以及高端制造产业链发展内循环，当前是上游原料加速进口替代的最佳机遇期。在这方面，优选部分半导体材料、5G电子合金材料、轻量化材料、军工材料等标的。从有色材料产业链上看，我们认为上游采矿企业核心竞争力在于资源禀赋，中游冶炼企业核心竞争力在于规模和成本，而新材料更多处于下游深加工环节，其企业核心竞争力在于技术所体现出的壁垒和进口替

代实力。具有技术壁垒和进口替代实力的相关公司，是内循环下的确定性受益者。重点关注如博威合金（5G电子合金材料）、云海金属（轻量化材料）、宝钛股份（军工材料）、楚江新材（军工材料）等。

2、重点推荐：优选具有成长性的细分行业龙头

从个股选择上，我们坚持两个标准：一是细分行业龙头，具有较高规模壁垒和先发优势，同时在机构配置上，更容易受到青睐；二是具有成长性，包括自身产能扩张以及下游市场赋予的成长性。若是涉及大宗商品板块，则仍然以上游资源品龙头为主要方向。

我们推荐关注的个股包括黄金板块（紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金、银泰黄金、恒邦股份），白银（盛达资源）、铜（紫金矿业、西部矿业）；镍（盛屯矿业、华友钴业等）、铝产业链（索通发展）、锂（赣锋锂业、盛新锂能）、钴（盛屯矿业、华友钴业、洛阳钼业）、5G新材料（博威合金）、轻量化材料（云海金属）。

2.1 紫金矿业：具有成长属性的铜金双龙头

紫金矿业作为铜金双龙头，拥有绝对的资源优势。未来三至五年内，随着卡莫阿卡库拉、驱龙铜矿、塞尔维亚博尔铜矿技改、Timok铜金矿上矿带等在手项目的逐步投产，其铜精矿产量有望保持40%-50%左右的高增长，黄金产量也在现有金矿项目改扩建下具有20%以上高增长，未来公司铜金龙头地位将进一步巩固。同时随着资源不断进入变现期，叠加铜金价格持续走入牛市，其估值将有望持续提升。

2.2 赤峰黄金：具有高速成长性的黄金标的

公司黄金产量将伴随Sepon金矿达产和五龙黄金扩产而快速增长，2020-2022年将分别至少达到4.5、10、16吨，同时近期公司收购澳大利亚停产但设施成熟的Bibiani金矿，若进一步重启将每年新增金矿产量3-4吨，而且根据科研报告，其生产成本仅约为624美元/盎司。随着金价中枢持续上行，公司业绩有望保持高速增长。

2.3 西部矿业：2021年矿产铜权益产能翻倍

公司下属玉龙铜矿拥有资源可观，在国内资源储量仅次于未投产的驱龙铜矿。玉龙二期于2020年底投产，2021年公司公司铜矿总产能将达到16万吨，权益产能达到10.54万吨，相较于原先产能规模分别增加167%和122%。在铜价上行空间仍然较为充足的情况下，公司2021年盈利有望同比增厚7-10亿元。

2.4 索通发展：排他性扩张的商用预焙阳极龙头

公司是商业预焙阳极唯一上市公司，在电解铝产能转移大潮中，与下游客户合资共建产能，精准卡位，形成排他性扩张，有效保障自身成长性。现有产能192万吨、预计2021年产能252万吨、2022年317万吨。在电解铝高盈利状态下，现有产能开工率上行，新产能投产节奏加快，需求拉动以及成本支撑下，阳极价格有望保持上行。而公司具备低成本优势，单吨利润高于同行200元以上，将最充分受益。

铝产能有天花板，确实意味着阳极市场空间也有天花板，但目前自备阳极厂转移和豫鲁地区产能退出等窗口下，公司低成本扩张下，增长红利预计至少享受有2-3年时间。

2.5 赣锋锂业：拥有低成本扩张能力的锂业龙头

公司是锂行业全产业生态链的龙头，其氢氧化锂规模位居第一，下游绑定了特斯拉、宝马、LG化学、德国大众等优质客户，形成了一定的供应壁垒。同时碳酸锂、氢氧化锂等具有一定的成本优势和低成本扩张实力。公司当前拥有锂盐产能7万吨左右，2021年新增5万吨电池级氢氧化锂产能，随着产能逐步爬坡和锂价上行，业绩有望持续上行，并进一步消化估值。同时赣锋作为机构抱团相对明显的标的，也具有一定抗跌性。

2.6 博威合金：高壁垒高成长低估值5G合金龙头

公司从事高端电子合金材料的研发生产，下游应用于连接器、引线框架、屏蔽罩、均温板等，其终端基本都属于市场空间巨大的新兴产业，拥有较高需求增速。公司介入了等高端制造产业链和价值链的基础环节，是内循环产业链受益品种。同时公司在铜基材料加工同行，并没有有效的竞争对手，其认证和品牌壁垒、技术和资金壁垒相对较高，可以有效保障高毛利和高成长持续。同时当前估值显著处于低位，我们看好其修复空间。

2.7 盛新锂能：纯正锂材料标的，估值进一步提升

公司于年中出售人造板业，更加聚焦于新能源材料业务，估值中枢有望继续上行。目前公司氢氧化锂产能1.5万吨（1万吨2020年12月投产），电池级碳酸锂产能2.8万吨，合计4.3万吨锂盐产能。此外公司射洪锂电园区一期3万吨氢氧化锂项目于2020年10月开始建设。此外原料端公司拥有四川省金川县业隆沟锂辉石矿采矿权和太阳河口锂多金属矿详查探矿权，可有效保障资源需求。目前公司单吨锂盐市值仍处于行业低位，估值修复空间较为可观。

2.8 盛屯矿业：钴镍双驱动，业绩正处于转折期

公司经过内生外延，钴产业链基本形成完整体系，同时在印尼布局高冰镍项目已经投产，形成钴镍双驱动模式。目前刚果（金）在建铜钴项目和卡隆威矿山项目有望使其粗制氢氧化钴产能扩大约3倍至1.2万吨，电铜产能翻倍；而年底已经投产的印尼镍项目也有望带来2.5-3亿元的归母净利润贡献。整体而言，2021年公司业绩有望翻倍，2022年也将保持高速增长。目前公司估值在新能源金属板块仍旧处于低位，未来有望进一步修复提升。

2.9 云海金属：镁行业龙头，受益于轻量化趋势

公司拥有原镁产能10万吨，是镁行业龙头和唯一上市公司。镁合金70%用于汽车，25%用于3C，其他5%用于医疗、取暖等设备上。在当前轻量化趋势明确的背景下，公司成长性具有相当的持续性。同时宝钢入股，短期在技术、资本以及市场方面与公司高度协同性，长期而言则有望加速镁合金在轻量化中的变革。看好公司在轻量化领域的持续成长性。

图表59：2021年重点推荐标的盈利预测及估值水平

证券代码	证券简称	评级	EPS				PE			2020.12.18 收盘价
			2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
601899.SH	紫金矿业	买入	0.18	0.25	0.36	0.48	36.76	25.23	18.98	9.19
600988.SH	赤峰黄金	买入	0.13	0.48	0.85	1.37	37.72	21.14	13.09	17.94
601168.SH	西部矿业	买入	0.42	0.49	0.71	0.89	27.80	19.29	15.30	13.62
603612.SH	索通发展	买入	0.26	0.47	0.84	1.08	32.82	18.29	14.32	15.43
002460.SZ	赣锋锂业	买入	0.28	0.43	0.87	1.25	209.03	102.51	71.29	89.40
002240.SZ	盛新锂能	买入	-0.11	0.08	0.27	0.51	284.61	81.75	43.32	22.00
600711.SH	盛屯矿业	买入	0.15	0.18	0.35	0.52	44.92	23.30	15.68	8.13
601137.SH	博威合金	买入	0.66	0.66	0.82	1.00	17.71	14.26	11.69	11.65
002182.SZ	云海金属	买入	1.41	0.41	0.59	0.74	31.63	22.31	17.78	13.12

资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

3、风险提示

3.1 流动性：若全球流动性加快收紧，将使大宗商品和贵金属面临压力。包括中国若货币政策加快转向中性，则对股票估值整体有所冲击。

3.2 需求端：若全球经济复苏未及预期，库存周期没有重新向上，则复苏品种需求将受到抑制。包括新冠疫情卷土重来，而疫苗进度不及预期，也会来带对需求的压制。

3.3 美元：美元若再度走强，将对大部分资产价格形成压力，特别是有色这种海外定价的大宗商品。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com





研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋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 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。