

方大炭素(600516)/金属非金属
新材料

石墨电极回暖，盈利持续改善

评级：增持(首次)

市场价格：10.46

分析师：葛慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

Email: duhui@r.qizq.com.cn

联系人：赖福洋

电话：021-20315128

Email: laify@r.qizq.com.cn

联系人：邓轲

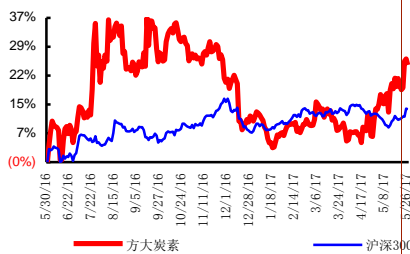
电话：021-20315223

Email: dengke@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,719
流通股本(百万股)	1,719
市价(元)	10.46
市值(百万元)	17,982
流通市值(百万元)	17,982

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,330.41	2,395.29	4,021.31	4,118.08	4,251.10
增长率 yoy%	-32.43%	2.78%	67.88%	2.41%	3.23%
净利润	31.01	67.45	1,080.59	1,102.82	1,119.94
增长率 yoy%	-88.89%	117.48%	1502.1%	2.06%	1.55%
每股收益(元)	0.02	0.04	0.63	0.64	0.65
每股现金流量	0.23	0.18	0.35	0.65	0.66
净资产收益率	0.54%	1.16%	15.71%	13.82%	12.31%
P/E	693.46	236.02	16.77	16.43	16.18
PEG	—	2.01	0.01	7.99	10.42
P/B	3.73	2.73	2.63	2.27	1.99
备注:					

投资要点

- **炭素龙头迎来业绩拐点：**近年来由于下游需求市场如钢铁行业景气度下滑，电炉钢占粗钢比例逐年下降，导致石墨电极需求量减少。同时炭素行业产能严重过剩，低端产品占比较大，供需失衡造成行业产能利用率长期低位徘徊，产品盈利不断下滑。公司作为业内龙头 2017 年一季度业绩触底回升，营收的增长主要归于石墨电极量价齐升，盈利的大幅上涨得益于整个行业基本面已经产生了实质性变化；
- **传统需求稳中有升：**石墨电极传统需求主要由电炉炼钢和炼钢精炼两部分构成。电炉炼钢方面，去年 10 月以来由于煤炭行业供给侧改革，导致高炉-转炉炼钢（长流程）主要原材料焦煤、焦炭价格大幅上涨，相比之下废钢为主的电炉钢生产企业成本优势开始凸显，电炉钢盈利超出高炉钢，电炉钢厂产量迅速攀升，电炉法占粗钢比例相应提高；炼钢精炼，是指对初炼炉（电弧炉或转炉）所熔钢水进行精炼，通过有机结合提高初炼炉生产效率的同时，提升产品质量。目前宏观经济依然稳健，电炉炼钢成本优势凸显产量提高，带动石墨电极传统市场需求稳中有升；
- **电弧炉取代中频炉带来增量需求：**去年年底以来取缔中频炉事件席卷全国，今年年初政府层面明确 6 月底之前彻底取缔所有地条钢产能，相应增加了电弧炉取代需求。我们预计 2017 年实际取代需求约为 3500 万吨，带来石墨电极需求增量约为 10.5 万吨。由于中频炉产能不在国家统计数据范围之内，因此表外这部分需求未来将被替代转化为表内需求（粗钢产量）；
- **供给端短期难释放：**供给端受限主要有三方面原因，首先环保限产导致多地厂家自去年底一直处于停产或者减产状态，涉及产能 20-30 万吨，政策高压之下企业复产阻力较大；其二，石墨电极产品生产周期至少要 4 个月以上，叠加备货周期，短期很难放量；其三，由于主要原材料针状焦受国外控制，供应限制导致国内很多公司产量不能有效释放；
- **供需面收紧价格持续上涨：**年初以来由于供需面收紧产业链顺势提价，考虑到调价信息发布时间有一定滞后性，确切来讲是从 4 月份以来公司石墨电极产品价格开始大幅上调。目前价格相比于年初，普通功率产品上调比例达 80%-100%，高功率产品上调比例达 85%-115%，超高功率产品上调比例达 120%-135%；
- **涨价趋势确立，盈利短期持续向好：**根据生产规划公司 2017 年石墨电极产量预计为 16 万吨，其中超高功率石墨电极占比 50%以上，超高功率和高功率两者合计占比约为 80%。超高功率主要用于电弧炉冶炼，高功率主要用于炼钢精炼，受益于淘汰地条钢所带来的增量替代需求，从价格涨幅来看超高功率产品要超出高功率产品。短期内供需偏紧格局不会改变，涨价趋势确立，产能利用率有望维持高位。
- **投资建议：**行业供需偏紧格局带来石墨电极价格持续攀升，公司盈利显著提升。预计公司 2017/18 年归母净利润为 10.8 亿元、11.0 亿元，EPS 为 0.63 元、0.64 元，对应 PE 分别为 17 倍、16 倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：**环保限产不达预期，石墨电极价格回落。

内容目录

炭素龙头迎来业绩拐点.....	- 3 -
石墨电极供需格局反转.....	- 4 -
需求走出低谷.....	- 4 -
供给偏紧态势短期难改变.....	- 6 -
供需格局产生实质性变化.....	- 7 -
投资建议.....	- 9 -
风险提示.....	- 9 -

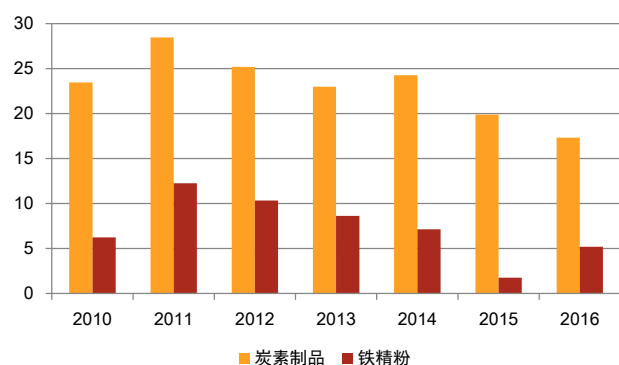
图表目录

图表 1：近几年公司分产品营业收入（亿元）.....	- 3 -
图表 2：2016 年公司分产品营收占比.....	- 3 -
图表 3：2011 年以来炭素制品毛利率逐年下滑.....	- 3 -
图表 4：近几年公司分产品毛利（亿元）.....	- 4 -
图表 5：2016 年公司分产品盈利贡献占比.....	- 4 -
图表 6：煤炭价格去年 11 月份开始大幅上涨（元/吨）.....	- 4 -
图表 7：电炉炼钢盈利性开始凸显.....	- 5 -
图表 8：电弧炉炼钢工艺示意图.....	- 5 -
图表 9：电弧炉、高炉取代淘汰中频炉后市场需求.....	- 6 -
图表 10：国内石墨电极产能分布.....	- 6 -
图表 11：石墨电极工艺流程图.....	- 7 -
图表 12：石墨电极原材料结构分析图.....	- 7 -
图表 13：公司年初以来石墨电极调价汇总.....	- 7 -
图表 14：国内石墨电极供需分析.....	- 8 -
图表 15：主要产品销量、单价、吨钢毛利预测.....	- 9 -
图表 16：财务预测.....	- 10 -

炭素龙头迎来业绩拐点

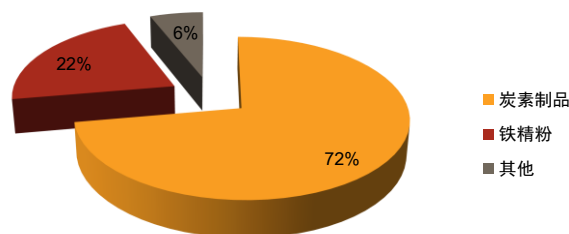
- 兼并重组确立龙头地位：**公司于 2006 年改制重组后，通过收购抚顺炭素、蓉光炭素和合肥炭素等企业，产销规模迅速扩大，目前处于炭素行业产能亚洲第一、世界第三的国内龙头地位，仅次于德国 SGL、美国 UCAR。公司主要从事石墨及炭素制品、铁矿粉的生产与销售，产品包括石墨电极、炭砖、特种石墨、锂电负极材料、碳纤维等；
- 产品结构布局合理：**经过多年整合，公司已形成兰州本部为核心，抚顺、成都、合肥为辅的产能布局，拥有 20 万吨石墨电极和 3 万吨炭砖生产能力。石墨电极方面，本部为 13 万吨，主要以超高功率和高功率产品为主，其他三个子公司以高功率和普通功率产品为主。炭素制品为公司主要营业收入来源，以 2016 年为例，营收贡献比例为 72%，铁精粉其次；

图表 1：近几年公司分产品营业收入（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

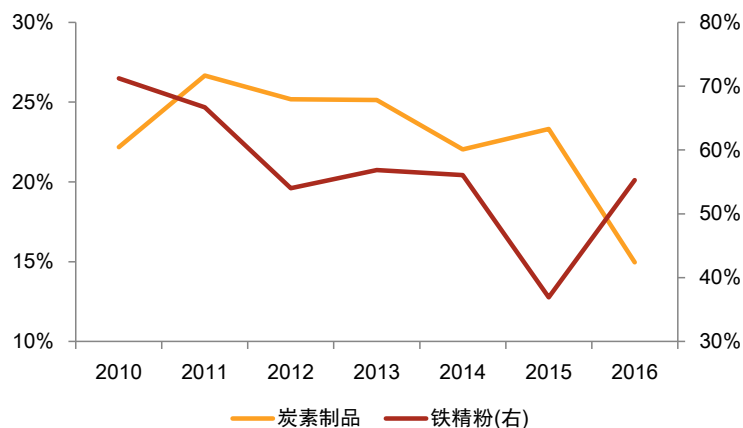
图表 2：2016 年公司分产品营收占比



来源：Wind，中泰证券研究所

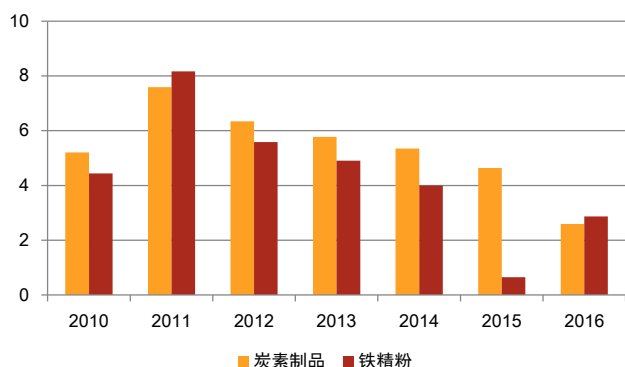
- 行业长期低迷：**近年来由于下游需求市场如钢铁行业景气度下滑，电炉钢占粗钢比例逐年下降，导致石墨电极需求量减少。同时炭素行业内石墨电极产能严重过剩，低端产品占比较大，供需失衡造成行业产能利用率长期低位徘徊，产品盈利不断下滑，炭素制品毛利率自 2011 年的 27% 递减至 2016 年的 15%。2016 年受益于宏观经济企稳，叠加供给端之前几年调整充分，钢铁行业复苏带动铁精粉价格回升，盈利触底回升，虽然铁精粉仅占营收的 22%，但去年利润贡献却接近一半；

图表 3：2011 年以来炭素制品毛利率逐年下滑



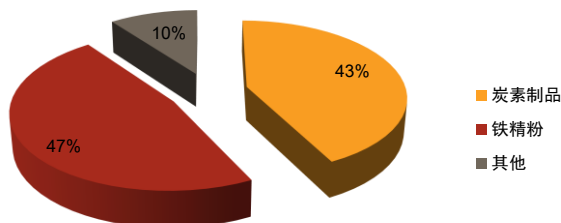
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 近几年公司分产品毛利 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 2016 年公司分产品盈利贡献占比



来源: Wind, 中泰证券研究所

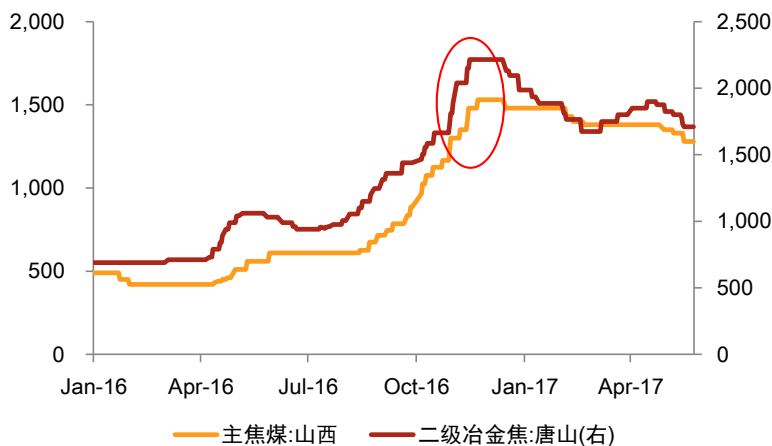
- **业绩迎来拐点:**2017 年一季度实现营业收入 6.9 亿元, 同比增长 46.36%; 实现归属上市公司股东净利润 0.74 亿元, 同比增长 566.34%; 毛利率 33.28%, 同比增加 13.56%。营收的增长主要归于石墨电极量价齐升, 盈利的大幅上涨得益于整个行业基本面已经产生了实质性变化。

石墨电极供需格局反转

需求走出低谷

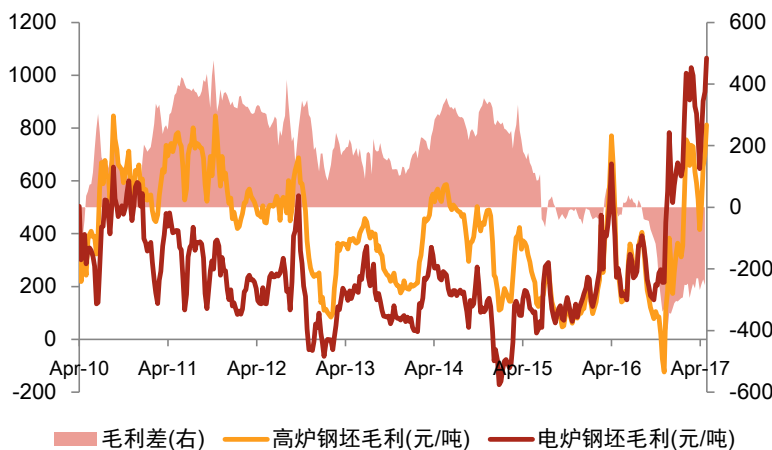
- **传统市场需求稳中有升:** 石墨电极传统需求主要由电炉炼钢和炼钢精炼两部分构成。电炉炼钢 (短流程) 是利用电能做热源进行冶炼, 一般所说电炉即指电弧炉。去年 10 月以来由于煤炭行业供给侧改革, 导致高炉-转炉炼钢 (长流程) 主要原材料焦煤、焦炭价格大幅上涨, 相比之下废钢为主的电炉钢生产企业成本优势开始凸显, 电炉钢盈利超出高炉钢, 电炉钢厂产量迅速攀升, 电炉法占粗钢比例相应提高; 炼钢精炼, 指的是将电弧炉后期精炼功能移到钢包中进行, 对初炼炉 (电弧炉或转炉) 所熔钢水进行精炼, 通过有机结合提高初炼炉生产效率的同时, 提升产品质量, 钢水炉外精炼比例约为 30%。目前宏观经济依然稳健, 今年 1-4 月粗钢表观消费量同比增长 9.8%, 电炉炼钢成本优势凸显产量提高, 带动石墨电极传统市场需求稳中有升;

图表 6: 煤炭价格去年 11 月份开始大幅上涨 (元/吨)



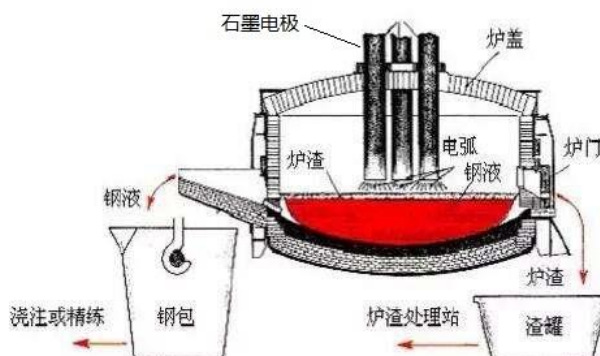
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 7: 电炉炼钢盈利性开始凸显



来源: 中泰证券研究所

图表 8: 电弧炉炼钢工艺示意图

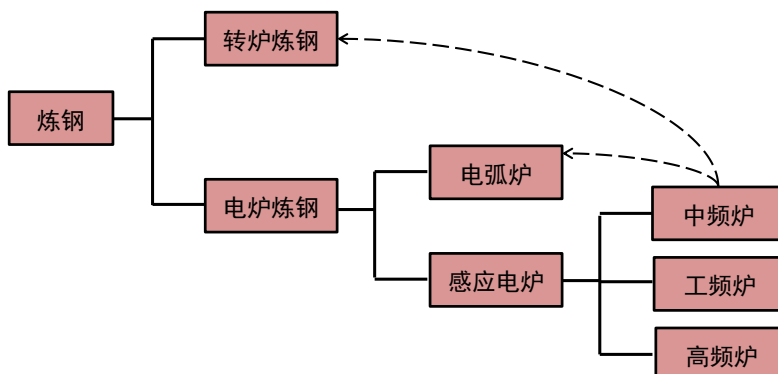


来源: 公司资料, 中泰证券研究所

- **电弧炉取代中频炉带来增量需求:** 去年年底以来取缔中频炉事件席卷全国, 今年年初政府层面明确 6 月底之前彻底取缔所有地条钢产能, 相应增加了电弧炉取代需求。我们预计 2017 年实际取代需求约为 3500 万吨,

带来石墨电极需求增量约为 10.5 万吨。由于中频炉产能不在国家统计数据范围之内，因此表外这部分需求未来将被替代转化为表内需求（粗钢产量）。

图表 9：电弧炉、高炉取代淘汰中频炉后市场需求

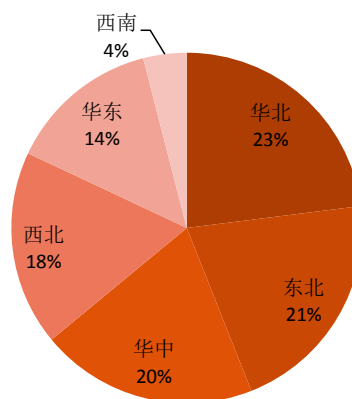


来源：中泰证券研究所

供给偏紧态势短期难改变

- 环保限产导致供给难释放：**国内石墨电极产能主要分布于华北、华中、东北、西北等地，今年初以来，受国家环保政策影响，河北、河南、山东、山西、辽宁等省的部分中小炭素企业限产减排。2 月下旬国家环保部等四部委和 6 省市联合印发了《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，该方案涵盖北京、天津及河北、山西、山东、河南等省的 24 个城市，要求达不到特别排放限值的炭素企业全部停产，达到特别排放限值的，限产 50% 以上。截止目前，河南部分地区石墨电极企业仍处于限产 20%，山东地区部分企业限产 30%，全国因环保因素涉及停产或减产的产能达 20-30 万吨。后续随着环保组逐渐进驻各地方监察，企业复产阻力短期仍然较大；

图表 10：国内石墨电极产能分布

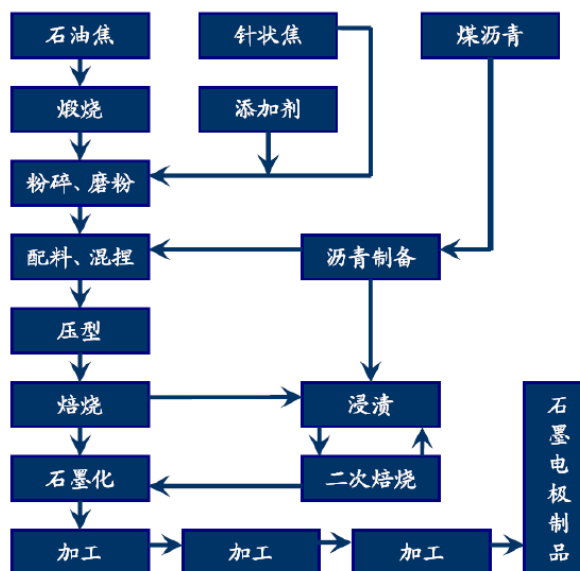


来源：中泰证券研究所

- 生产+原材料因素进一步加剧供给偏紧态势：**石墨电极产品生产周期至少要 4 个月以上，叠加备货周期，大概需要半年左右，因此虽然今年 4 月份以来价格开始大幅上涨，但短期很难放量。原材料方面，针状焦、

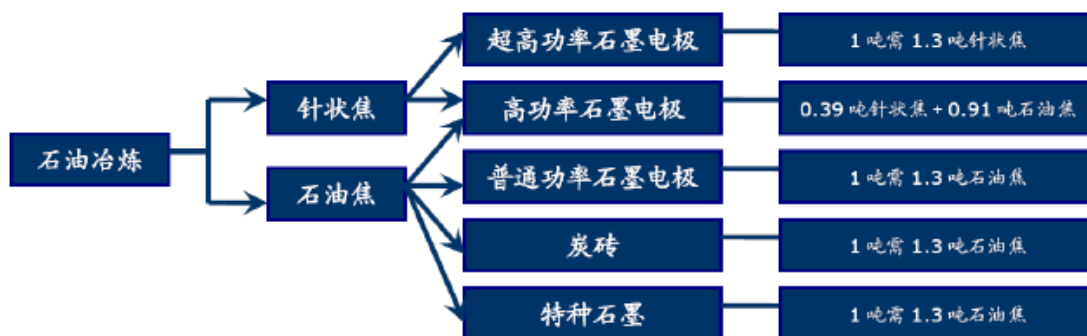
石油焦、煤沥青占了总成本的70%以上，其中超高功率石墨电极原料完全由针状焦组成，电极的最终性能在很大程度上取决于针状焦的性能。目前我国的针状焦主要依赖进口，美国和日本相关企业掌控全球针状焦产量及价格。由于原材料受限，导致国内很多公司产量不能有效释放，在未来相当长的时间内，进口针状焦将成为国内石墨电极企业向超高功率产品进军的瓶颈。

图表 11: 石墨电极工艺流程图



来源：公司资料，中泰证券研究所

图表 12: 石墨电极原材料结构分析图



来源：公司资料，中泰证券研究所

供需格局产生实质性变化

- **供需面收紧价格持续上涨：**年初以来由于供需面收紧产业链顺势提价，考虑到调价信息发布时间有一定滞后性，确切来讲是从4月份以来公司石墨电极产品价格开始大幅上调。目前价格相比于年初，普通功率产品上调比例达80%-100%，高功率产品上调比例达85%-115%，超高功率产品上调比例达120%-135%；

图表 13: 公司年初以来石墨电极调价汇总

公司调价(元/吨)	普通功率	调价	高功率	调价	超高功率	调价
2017/5/24	18000-25000	持稳	24000-32000	持稳	35000-45000	5000 ↑
2017/5/18	18000-25000	持稳	24000-32000	持稳	30000-40000	持稳
2017/5/12	18000-25000	4500 ↑	24000-32000	1500-7500 ↑	30000-40000	3000-4000 ↑
2017/5/9	18000-20500	持稳	22500-24500	持稳	27000-36000	持稳
2017/5/2	18000-20500	5000 ↑	22500-24500	7000 ↑	27000-36000	10000-14000 ↑
2017/4/25	13000-15500	持稳	15500-17500	持稳	17000-22000	持稳
2017/4/20	13000-15500	持稳	15500-17500	持稳	17000-22000	持稳
2017/4/11	13000-15500	持稳	15500-17500	持稳	17000-22000	持稳
2017/3/28	13000-15500	1000 ↑	15500-17500	1000 ↑	17000-22000	500-1500 ↑
2017/3/21	12000-14500	持稳	14500-16500	持稳	16500-20500	持稳
2017/2/28	12000-14500	1500 ↑	14500-16500	1500 ↑	16500-20500	500 ↑
2017/2/21	10500-13000	持稳	13000-15000	持稳	16000-20000	持稳
2017/2/14	10500-13000	持稳	13000-15000	持稳	16000-20000	持稳
2017/2/9	10500-13000	500 ↑	13000-15000	持稳	16000-20000	1000 ↑
2017/2/4	10000-12500	持稳	13000-15000	持稳	16000-19000	持稳
2017/1/23	10000-12500	持稳	13000-15000	持稳	16000-19000	持稳
2017/1/17	10000-12500	持稳	13000-15000	持稳	16000-19000	持稳
2017/1/10	10000-12500	持稳	13000-15000	持稳	16000-19000	持稳

来源：百川资讯，中泰证券研究所

- 涨价趋势确立，盈利短期持续向好：**根据生产规划公司 2017 年石墨电极产量预计为 16 万吨，其中超高功率石墨电极占比 50% 以上，超高功率和高功率两者合计占比约为 80%。超高功率主要用于电弧炉冶炼，高功率主要用于炼钢精炼，受益于淘汰地条钢所带来的增量替代需求，从价格涨幅来看超高功率产品要超出高功率产品。短期内供需偏紧格局不会改变，涨价趋势确立，产能利用率有望维持高位。

图表 14：国内石墨电极供需分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	
粗钢产量(万吨)	82270	80382	80836	84474	88697	
粗钢产量增速	0.90%	-2.3%	1.2%	4.5%	5.0%	
电炉炼钢部分	电炉法占粗钢比例	6.10%	6.1%	9%	11%	13%
	电炉钢产量(万吨)	5018	4903	7275	9292	11531
	中频炉替换需求(万吨)	0	0	500	3500	0
	吨钢用量(kg)	3	3	3	3	3
	电弧炉冶炼需求(万吨)	15.1	14.7	23.3	38.4	34.6
炼钢精炼部分	钢水炉外精炼比例	30%	30%	30%	30%	30%
	精炼钢量(万吨)	24681	24115	24251	25342	26609
	吨钢用量(kg)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
精炼炉需求(万吨)	14.8	14.5	14.6	15.2	16.0	
钢铁行业需求(万吨)	29.9	29.2	37.9	53.6	50.6	
钢铁行业占比	80%	80%	80%	80%	80%	
石墨电极总需求(万吨)	37.3	36.5	47.3	67.0	63.2	
石墨电极产量(万吨)	56.5	53.9	50.4	50	55	
行业产能利用率	66%	68%	94%	134%	115%	

来源：中泰证券研究所

投资建议

- 行业供需偏紧格局带来石墨电极价格持续攀升，公司盈利显著提升。基于此对公司主要产品销量、单价、成本进行假设，预计公司 2017/18 年归母净利润为 10.8 亿元、11.0 亿元，EPS 为 0.63 元、0.64 元，对应 PE 分别为 17 倍、16 倍，给予“增持”评级。

图表 15：主要产品销量、单价、吨钢毛利预测

	产品分类	2015	2016	2017E	2018E
销量(万吨)	炭素制品	15.0	16.3	17.5	17.8
	铁精粉	45.2	128.2	130.0	132.0
单价(元/吨)	炭素制品	13265	10622	18058	18058
	铁精粉	391	405	547	563
单位毛利(元/吨)	炭素制品	30.9	15.9	81.2	83.2
	铁精粉	1.4	2.2	3.1	3.2

来源：中泰证券研究所

风险提示

- 环保限产不达预期，石墨电极价格回落。

图表 16: 财务预测

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,449	2,330	2,395	4,021	4,104	4,236
增长率	2.24%	-32.4%	2.8%	67.9%	2.0%	3.2%
营业成本	-2,438	-1,772	-1,787	-2,125	-2,434	-2,459
% 销售收入	70.7%	76.0%	74.6%	52.8%	59.3%	58.0%
毛利	1,011	558	609	1,896	1,669	1,778
% 销售收入	29.3%	24.0%	25.4%	47.2%	40.7%	42.0%
营业税金及附加	-32	-29	-56	-70	-76	-80
% 销售收入	0.9%	1.2%	2.3%	1.7%	1.9%	1.9%
营业费用	-201	-134	-152	-244	-251	-260
% 销售收入	5.8%	5.8%	6.4%	6.1%	6.1%	6.1%
管理费用	-401	-369	-321	-560	-577	-589
% 销售收入	11.6%	15.8%	13.4%	13.9%	14.1%	13.9%
息税前利润 (EBIT)	377	27	79	1,023	765	848
% 销售收入	10.9%	1.1%	3.3%	25.4%	18.7%	20.0%
财务费用	-101	-63	-38	-60	-50	-55
% 销售收入	2.9%	2.7%	1.6%	1.5%	1.2%	1.3%
资产减值损失	-62	-55	-95	-26	-13	-7
公允价值变动收益	22	-22	-6	0	0	0
投资收益	76	139	114	116	119	117
% 税前利润	21.6%	305.3%	134.0%	10.7%	14.0%	12.6%
营业利润	311	26	55	1,052	822	903
营业利润率	9.0%	1.1%	2.3%	26.2%	20.0%	21.3%
营业外收支	40	20	30	28	27	28
税前利润	351	45	85	1,081	849	932
利润率	10.2%	2.0%	3.5%	26.9%	20.7%	22.0%
所得税	-87	-32	-55	-54	-85	-93
所得税率	24.9%	71.4%	64.7%	5.0%	10.0%	10.0%
净利润	264	13	30	1,027	764	838
少数股东损益	-16	-18	-37	-54	-42	-28
归属于母公司的净利润	279	31	67	1,081	807	866
净利率	8.1%	1.3%	2.8%	26.9%	19.7%	20.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	264	13	30	1,027	764	838
少数股东损益	0	0	0	-54	-42	-28
非现金支出	267	250	303	204	180	163
非经营收益	83	0	-56	-144	-146	-145
营运资金变动	-117	141	38	-486	-82	51
经营活动现金净流	497	403	315	546	673	878
资本开支	110	54	-54	-133	-152	-153
投资	-15	65	-4	0	0	0
其他	676	133	162	116	119	117
投资活动现金净流	550	145	212	249	271	270
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-582	-418	-1,065	-875	-523	-352
其他	-550	-132	-121	-4	-38	0
筹资活动现金净流	-1,133	-550	-1,186	-879	-561	-352
现金净流量	-86	-2	-659	-83	383	796

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,543	2,154	1,610	1,581	2,006	2,830
应收款项	1,693	1,651	1,846	1,871	1,845	1,808
存货	1,547	1,370	942	1,517	1,728	1,723
其他流动资产	692	829	829	830	842	845
流动资产	6,475	6,003	5,228	5,799	6,421	7,206
% 总资产	67.6%	66.6%	64.9%	69.5%	74.0%	78.5%
长期投资	72	61	36	36	36	36
固定资产	2,205	2,157	2,106	1,914	1,724	1,538
% 总资产	23.0%	23.9%	26.1%	22.9%	19.9%	16.8%
无形资产	703	650	536	445	345	250
非流动资产	3,108	3,013	2,828	2,545	2,254	1,974
% 总资产	32.4%	33.4%	35.1%	30.5%	26.0%	21.5%
资产总计	9,583	9,017	8,056	8,344	8,675	9,180
短期借款	1,129	1,941	912	37	37	37
应付款项	736	585	676	792	904	919
其他流动负债	142	144	114	173	151	155
流动负债	2,006	2,670	1,702	1,001	1,091	1,110
长期贷款	101	71	36	36	36	36
其他长期负债	1,225	15	265	265	265	265
负债	3,333	2,756	2,004	1,303	1,393	1,411
普通股股东权益	5,745	5,772	5,836	6,879	7,685	8,552
少数股东权益	273	254	216	162	120	92
负债股东权益合计	9,583	9,017	8,056	8,344	8,675	9,180

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.162	0.018	0.039	0.629	0.469	0.504
每股净资产(元)	3.342	3.358	3.395	4.001	4.470	4.974
每股经营现金净流(元)	0.289	0.235	0.183	0.349	0.416	0.527
每股股利(元)	0.000	0.000	0.022	0.022	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.86%	0.54%	1.16%	15.71%	10.50%	10.13%
总资产收益率	2.99%	0.35%	0.84%	12.95%	8.77%	8.62%
投入资本收益率	4.96%	0.13%	0.52%	17.71%	11.83%	13.08%
增长率						
营业总收入增长率	2.24%	-32.43%	2.78%	67.88%	2.05%	3.23%
EBIT增长率	-18.68%	-92.96%	198.72%	1189.37%	-25.17%	10.83%
净利润增长率	18.27%	-88.89%	117.48%	1502.08%	-25.35%	7.41%
总资产增长率	-6.67%	-6.08%	-8.27%	3.57%	3.97%	5.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	93.0	154.4	153.6	60.0	50.0	40.0
存货周转天数	254.3	300.4	236.1	260.6	259.1	255.7
应付账款周转天数	58.3	73.8	70.2	69.4	70.4	70.0
固定资产周转天数	182.2	255.1	238.7	131.4	110.6	90.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.29%	-2.36%	-11.33%	-21.75%	-25.06%	-32.17%
EBIT利息保障倍数	3.7	0.4	2.1	17.0	15.3	15.4
资产负债率	35.64%	31.38%	24.87%	15.61%	15.14%	14.03%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。