

硬质合金景气度爆发 中国SANDVIK崛起——中钨高新（000657）深度报告

2018年07月19日

强烈推荐/首次

中钨高新 深度报告

报告摘要：

国内硬质合金龙头公司。公司主要从事硬质合金领域的生产，是目前国内最大硬质合金生产商，2017年产能达到8000吨，主要产品包括硬质合金、钨钼产品、数控刀片、IT工具、粉末制品等。2017年公司业绩大幅回暖，钨价稳步上涨、公司内部管理效率提升、下游景气度回升是主要原因。

硬质合金行业进入景气周期。中国硬质合金行业随着下游切削工具和矿山工具的恢复性增长，未来几年保持5-8%区间增长水平是大概率事件，预计到2020年我国硬质合金产量将达到3.51-3.71万吨。受益于全球经济恢复增长，全球硬质合金公司业绩出现大幅回升，国际巨头SANDVIC、肯纳金属在2017年均出现了业绩大幅回升态势，国内中钨高新、厦门钨业等公司业绩也明显回升，表明硬质合金行业在全球范围进入景气周期。

盈利预测及投资评级。不考虑未来集团资产注入，预计公司2018-2020年收入分别为71.9亿、86.3亿、103.6亿，净利润分别为2.06亿、3.35亿、5.26亿，EPS分别为0.24、0.38、0.60，对应PE分别为29.13、17.92、11.41倍。鉴于未来硬质合金进入景气周期，且公司资产注入预期确定性高，我们认为公司有机会成为未来中国的SANDVIC，以2018年25倍PE盈利水平是比较合理的。未来将成为上下游一体化公司，有望成长为全球钨产业链一体化的优质龙头，首次评级为“强烈推荐”评级。

风险提示。公司业绩不达预期风险；产品价格下跌风险。

财务指标预测

指标	16A	17A	18E	19E	20E
营业收入(百万元)	5,196.0	6,540.8	7,194.0	8,632.8	10,359.
增长率(%)	-11.29%	25.88%	9.99%	20.00%	20.00%
净利润(百万元)	13.30	128.07	206.85	335.25	525.70
增长率(%)	-102.58	862.66%	61.51%	62.08%	56.81%
净资产收益率(%)	0.45%	4.14%	5.76%	8.68%	12.27%
每股收益(元)	0.021	0.204	0.235	0.381	0.597
PE	451.28	46.89	29.13	19.92	11.41
PB	1.50	1.44	1.74	1.62	1.46

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

林阳

021-65465035

执业证书编号：

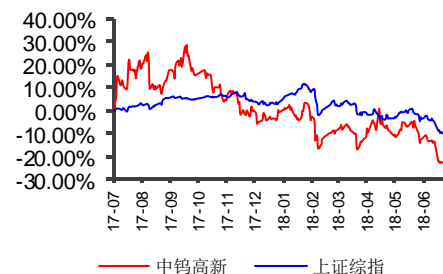
liny.ang@dxzq.net.cn

S1480510120003

交易数据

52周股价区间(元)	13.2-6.31
总市值(亿元)	60.02
流通市值(亿元)	23.45
总股本/流通A股(万股)	34400/88000
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.89

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

1. 国内硬质合金的龙头公司	3
2. 硬质合金行业进入景气周期	11
3. 公司业绩高速增长	19
4. 风险提示	20

表格目录

表 1: 集团拟注入资产方案	9
表 2: 公司托管集团矿业资产状况	10
表 3: 公司托管集团矿业资产状况	11
表 4: 硬质合金分类	12
表 5: 主要产品业绩假设	20

插图目录

图 1: 公司收入趋势图	3
图 2: 公司净利润趋势图	4
图 3: 公司历年 1 季度业绩对比图	4
图 4: 2017 年公司产品收入占比 (%)	5
图 5: 2017 年公司毛利占比图 (%)	5
图 6: 公司产品毛利率对比 (%)	6
图 7: 公司盈利能力指标	7
图 8: 公司单季度利润表	8
图 9: 公司产品价格趋势图	8
图 10: 厦门钨业与中钨高新毛利率对比图	10
图 12: 硬质合金工艺流程	11
图 13: 硬质合金需求结构图	12
图 14: 硬质合金产业链	13
图 15: 全球硬质合金产量分布图	13
图 16: 中国硬质合金产量图	14
图 17: 中国金属切削机床产量	15
图 18: 中国汽车产量图	15
图 19: 中国矿山设备产量图	16
图 20: 全球 GDP 趋势图	17
图 21: 山特维克业绩趋势	18
图 22: 肯纳金属业绩趋势	18
图 23: 厦门钨业业绩趋势	19

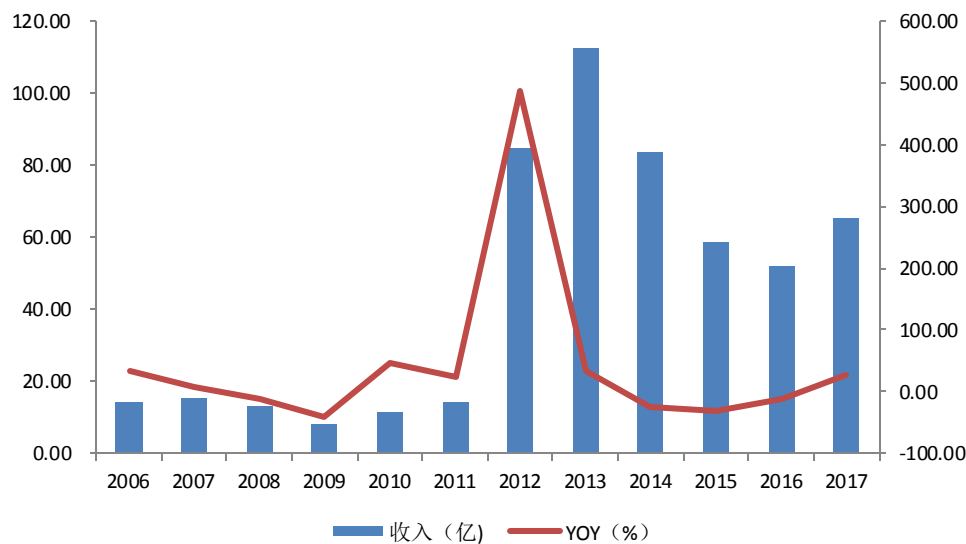
1. 国内硬质合金的龙头公司

公司主要从事硬质合金领域的生产，目前是国内最大硬质合金生产商，2017 年产能达到 8000 吨，主要产品包括硬质合金、钨钼产品、数控刀片、IT 工具、粉末制品等。

2013 年 10 月公司完成向湖南有色股份非公开发行股份购买其所持有的株硬公司 100% 股权、自硬公司 80% 股权的重大资产重组。株硬公司、自硬公司是我国硬质合金行业分别排名第 1、3 位的企业。公司拥有了钨冶炼、钨粉末制备、硬质合金生产和硬质合金工具制造的完整产业链以及一定的钨资源回收再利用能力。产品覆盖了金属切削工具、矿山及油田钻探采掘工具、硬质材料、钨基硬面材料、钨钼制品、钽铌制品、稀有金属粉末制品等钨及硬质合金行业全部领域。公司成为全球硬质合金领域的大型领先企业，在研发水平上处于国内领先水平，公司研发投入常年稳定在收入 3% 以上，拥有唯一的国家级实验室，硬质合金国家重点实验室是由株硬集团于 2009 年开始向国家科技部申报，经过 3 年建设，2011 年挂牌成立的。该实验室是国内研究水平居首、研究设施完善、规模领先的硬质合金技术研究基地。实验室自投入建设以来，总计投入资金 10878 万元，承担了国家科技项目 12 项，其中包括国家重点基础研究发展计划（973 计划）课题两项，国家科技支撑计划项目课题 3 项，国家重大科技专项课题 3 项。实验室固定研究人员达到 118 人，其中正高职称 9 人，副高职称 34 人，15 人具有博士学位，29 人具有硕士学历，4 人享受国务院特殊津贴。截至 2017 年底，公司累计持有有效专利 1008 件，其中发明专利 422 件，占有效专利总量的 41.87%；海外授权 14 件。

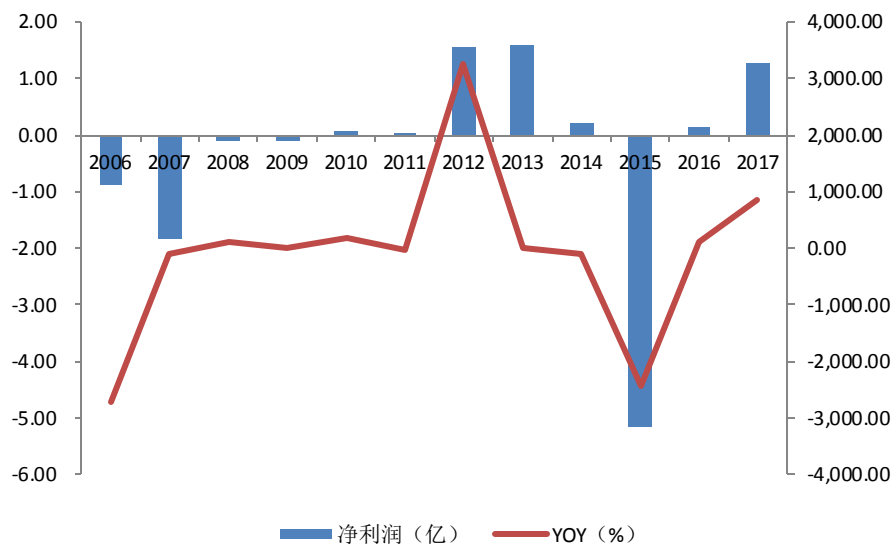
从公司历史业绩来看，2014 年注入株硬和自硬之后，钨价出现大幅调整，加之宏观经济下行带来的需求不畅，公司经历了 3 年的调整期，2017 年出现了明显的回升。

图 1：公司收入趋势图



资料来源：公司报表、东兴证券

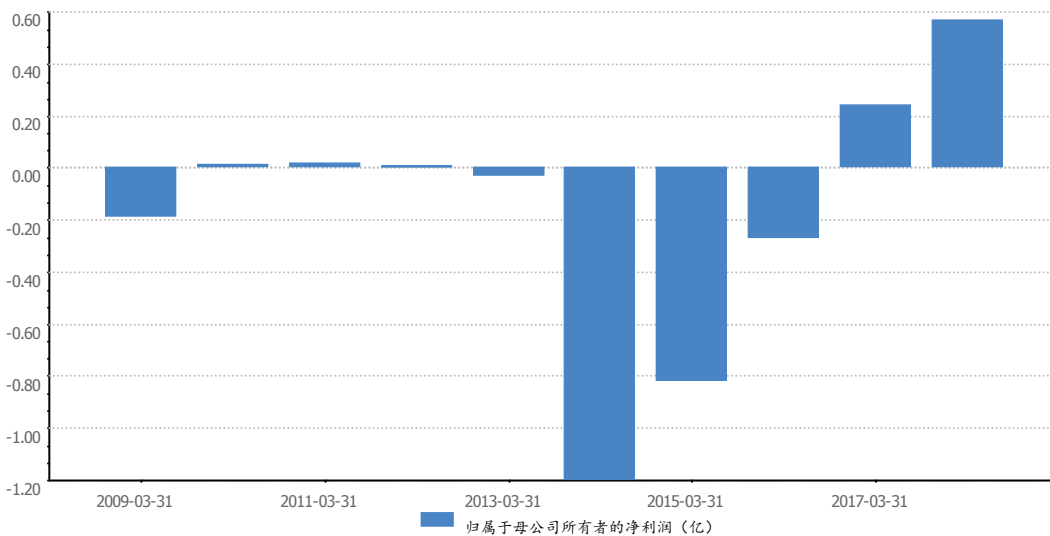
图 2：公司净利润趋势图



资料来源：公司报表、东兴证券

2018 年 1 季度实现净利润 5700 万，同比增长 138.14%，公司保持了高速增长态势，创出了公司历年来 1 季度业绩的最佳水平。

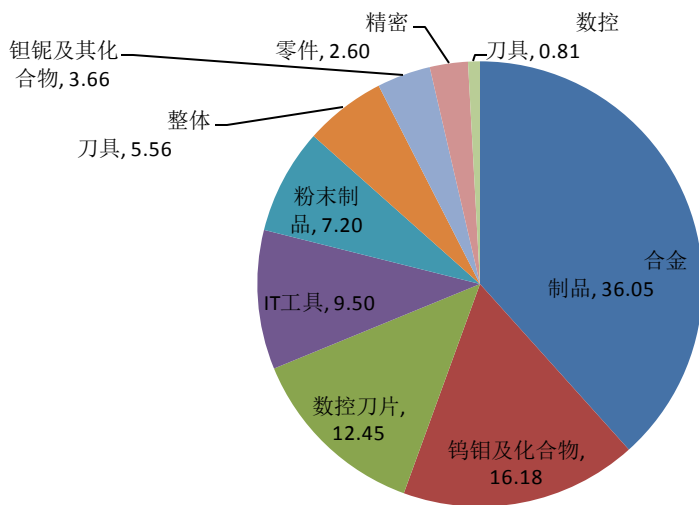
图 3：公司历年 1 季度业绩对比图



资料来源：公司报表、东兴证券

公司主要产品为合金制品、钨钼产品、数控刀片和 IT 工具，其他产品占比较小。

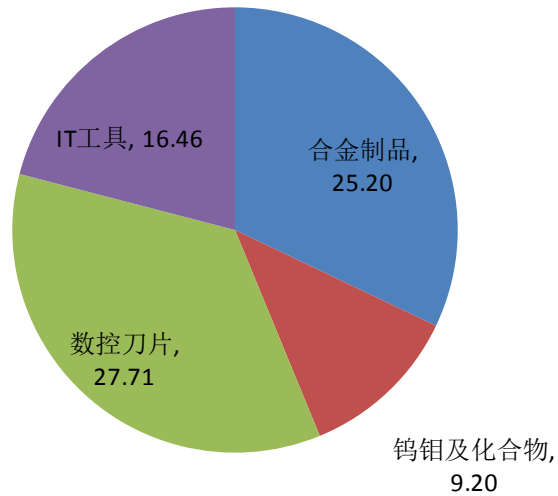
图 4：2017 年公司产品收入占比 (%)



资料来源：公司报表、东兴证券

从利润角度来看，数控刀片和 IT 工具占比较大，传统的合金制品只占到四分之一左右。

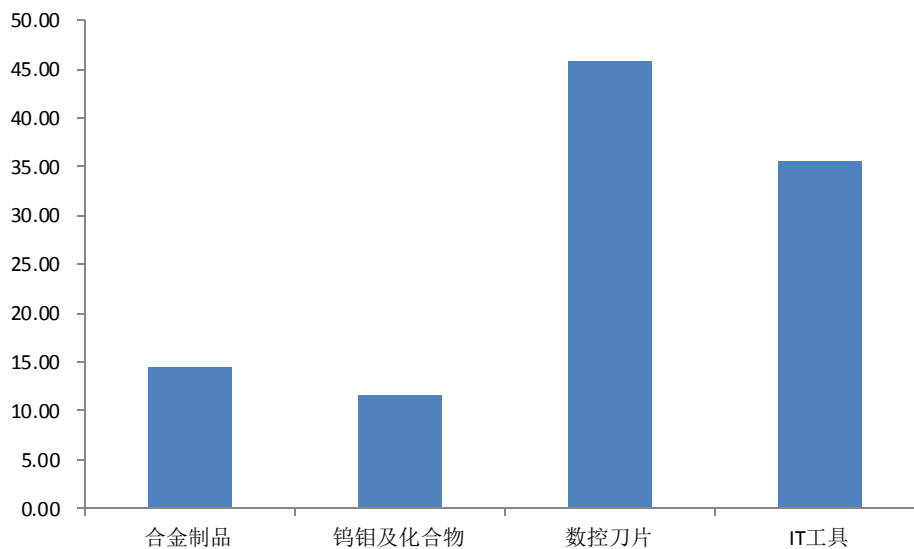
图 5：2017 年公司毛利占比图 (%)



资料来源：公司报表、东兴证券

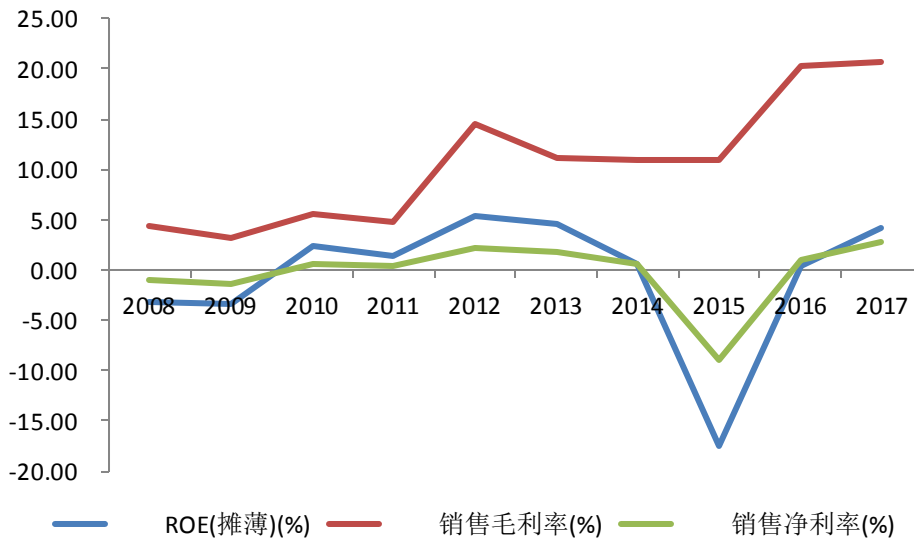
数控刀片毛利率达到 45.84%，IT 工具毛利率也有 35.68%，传统的合金制品和钨钼产品市场竞争充分，毛利率只有百分之十几，公司未来将会重点发展高毛利率的高端产品。

图 6：公司产品毛利率对比 (%)



资料来源：公司报表、东兴证券

公司经历了 2015 年行业低谷之后，通过产品结构调整以及行业景气度提升，自 2016 年开始，产品毛利率显著上升，2017 年销售净利润率达到了 2.77%，创出了上市以来新高。

图 7：公司盈利能力指标


资料来源：公司报表、东兴证券

公司自 2016 年 8 月开始由原来的六级单位成为五矿集团的二级直管单位，在管理层级上处于较高位置，在管理上有了更多的自主权和灵活度，在集团能够获得更大的支持。2017 年，公司大力推行业务部制运行模式，实施机构调整，新成立 2 个虚拟产品事业部。通过调整组织架构，下放和理顺职能，并根据各职能部门职能的调整，建立和完善各项管理制度，进一步理顺、优化相关管理流程。公司正在由直线职能制向事业部制过渡。

另一方面，大力优化绩效考核体系和员工队伍，着力解决人员冗余、资源配置不合理和效率低下等问题，公司全员劳动生产率提高，较好实现了瘦身健体、提质增效的目的。

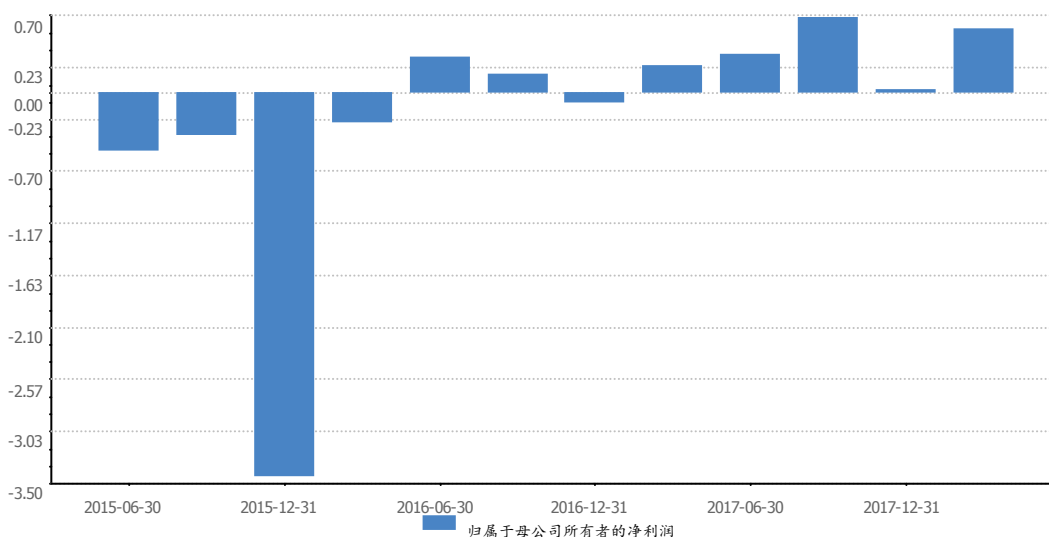
新的管理制度不断实施，在管理上不断挖潜，管理效率大幅提升，各项指标有明显提升。具体体现在：一是精益生产取得明显进步；二是严抓安全环保管理；三是预算执行安全合理；四是成本意识显著提升；五是原料采购精准高效；六是质量、安全和环保三大体系合并；七是员工平均工资同比增长；八是设备自动化稳步推进；九是能源成本节约效果良好。

改革改制工作取得显著成效：一是以事业部为基础，下放事权，理顺职能，充分激发

内部的创造力和活力；二是调整绩效考核体系，推行量化考核，鼓励多劳多得；三是大力优化人员结构；四是平稳推进僵尸企业治理工作；五是推行职业经理人试点工作。

自 2016 年下半年开始，公司单季度业绩开始出现明显回升（2017 年 4 季度季节性较差且受到人员精算等非经营性因素影响），2018 年就 1 季度行业继续大幅飙升，除了行业景气度上升之外，公司管理层面的作用十分明显。

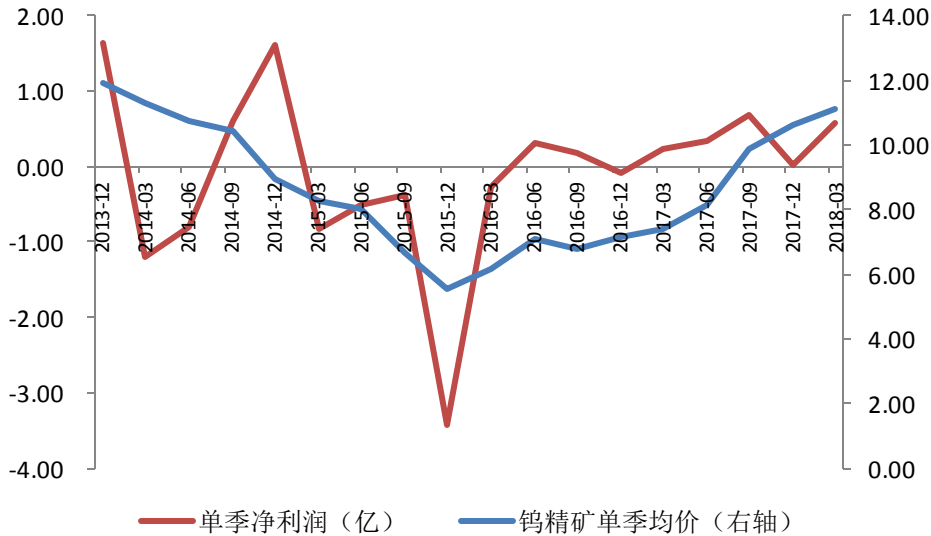
图 8：公司单季度利润表



资料来源：公司报表、东兴证券

公司处于钨产业链的下游，对于上游原材料价格比较敏感，钨价格波动过快对公司业绩都将产生不利影响，原材料价格的变化传导到下游客户需要一定的时间，相对来说，价格稳定上涨对公司最为有利，公司产品提价和库存增值的影响都较为正面，自 2016 年开始钨价探底回升，对应公司业绩也出现明显回升，对公司来说，成本端的正向影响开始显现。

图 9：公司产品价格趋势图



资料来源：铁合金在线、东兴证券

公司目前处于行业景气度爆发和企业自身技术管理大幅提升的双重支撑阶段，未来几年公司高速增长的态势将更加明显，随着五矿集团深蓝计划的深入实施，公司未来将会成为集矿山、冶炼、硬质合金及深加工为一体的全产业链全球龙头公司，五矿集团承诺此前计划注入的柿竹园公司、新田岭公司、瑶岗仙公司、南硬公司及 HPTEC 集团中，单个公司连续两年归属于母公司的扣除非经常性损益后的净利润为正且满足上市条件时，在同等条件下优先将其注入上市公司，并在满足上述条件之日起一年之内启动注入程序。在前述条件满足前，相关企业将托管给上市公司。公司目前已经派驻相关管理人员托管上述公司，对上述公司在技术、管理、绩效考核等方面进行全方位管理，尽快实现上述资产的盈利能力恢复，满足资产注入条件。

表 1：集团拟注入资产方案

交易对方	交易标的	交易价格（万元）
湖南有色	新田岭公司 100% 股权	45140.99
	柿竹园公司 97.36% 股权	200540.76
禾润利拓	柿竹园公司 2.64% 股权	5437.83
五矿有色	南硬公司 71.22% 股权	12240.15
	HPTEC 集团 100% 股权	13209.64
湖南有色资管	瑶岗仙公司 50.02% 股权	22564.62
合计		299133.99

资料来源：公司公告，东兴证券

注入的矿业资产储量大，是国内最大的钨资源资产之一，未来注入上市公司后，公司与厦门钨业将形成国内钨资源的双寡头格局。

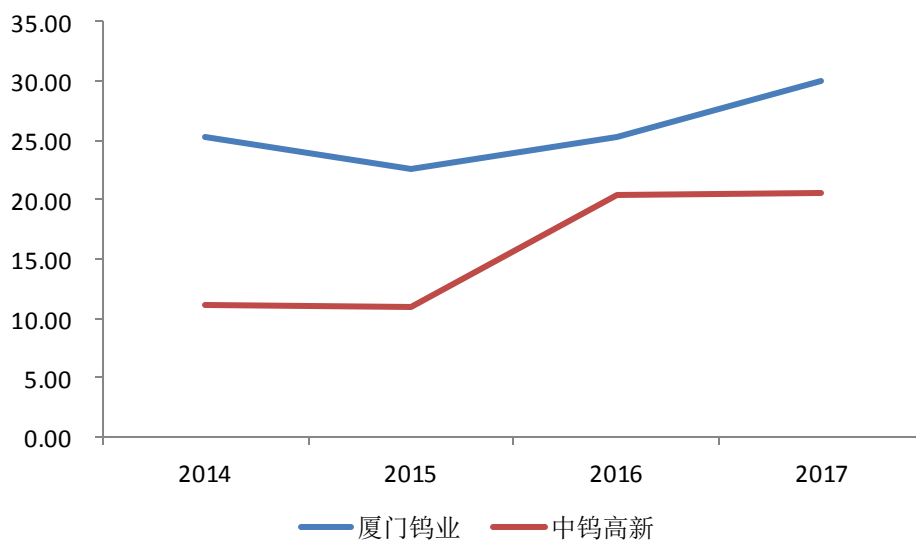
表 2：公司托管集团矿业资产状况

资产名称	权益	WO3 金属量	权益金属量
柿竹园矿	100%	66.41 万吨	66.41 万吨
柿竹园柴山矿	100%	6.38 万吨	6.38 万吨
新田岭矿	100%	25.68 万吨	25.68 万吨
瑶岗仙矿	50.2%	17.23 万吨	8.62 万吨
合计		115.7 万吨	107.09 万吨

资料来源：公司公告，东兴证券

钨产业链利润在两头，上游的钨矿与下游深加工盈利能力最好，从厦门钨业与公司毛利率对比可以看到，拥有上游资源的厦门钨业毛利率高于公司 5-10 个点，注入上游资源将会提升公司整体盈利能力。

图 10：厦门钨业与中钨高新毛利率对比图

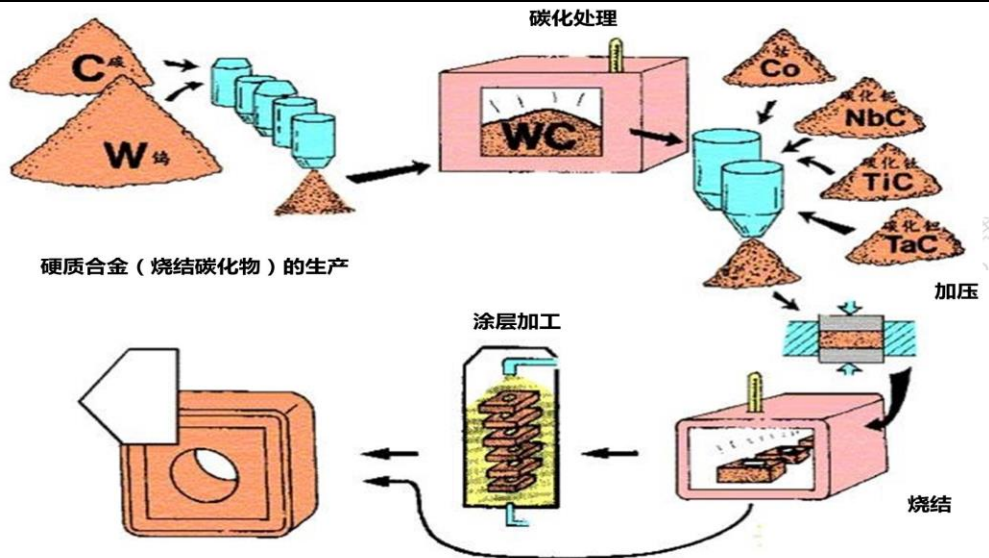


资料来源：公司报表，东兴证券

2. 硬质合金行业进入景气周期

硬质合金通常被称为碳化钨合金或者简称为碳化钨。以高硬度难熔金属的碳化物(WC、TiC)微米级粉末为主要成分，以钴 (Co) 或镍 (Ni)、钼 (Mo) 为粘结剂，在真空炉或氢气还原炉中烧结而成的粉末冶金制品。硬质合金具有很高的硬度、强度、耐磨性和耐腐蚀性，被誉为“工业牙齿”，用于制造切削工具、刀具、钻具和耐磨零部件，广泛应用于军工、航天航空、机械加工、冶金、石油钻井、矿山工具、电子通讯、建筑等领域。

图 12：硬质合金工艺流程



资料来源：东兴证券

硬质合金一般按照合金成分进行分类。

表 3：硬质合金按成分分类

类型	简称	特点及应用
按成分构成	钨钴合金 YG	能在较高硬度时获得较高的抗弯强度，特别适合于在较低切削速度下工作主要用于加工铸铁、有色金属及绝缘材料等
	钨钛钴合金 YT	与 YG 类相比，硬度和耐磨性提高，韧性降低，不适合加工脆性材料，如铸铁，主要用于加工塑性材料，如钢材
	钨钛钽(铌)钴合金 YW	强度比 YT 类高，抗高温氧化性好，适用加工合金钢、铸铁和碳素钢，常称为通用型硬质合金

碳化钛基合金	YN	红硬性和抗高温氧化性好，适用于钢材精加工的高速切削刀具
涂层合金	CN	表面耐磨性和抗氧化性好，而基体强度较高，适用于钢材、铸铁、有色金属及其合金的加工刀具

资料来源：SERI，东兴证券

按用途分类则比较分散。硬质合金具有一系列优良性能，产品广泛应用于切削、地质矿山、石油开采、磨具、结构零件等多个领域。此外，随着产品工艺的进步其应用领域也还在不断扩大。

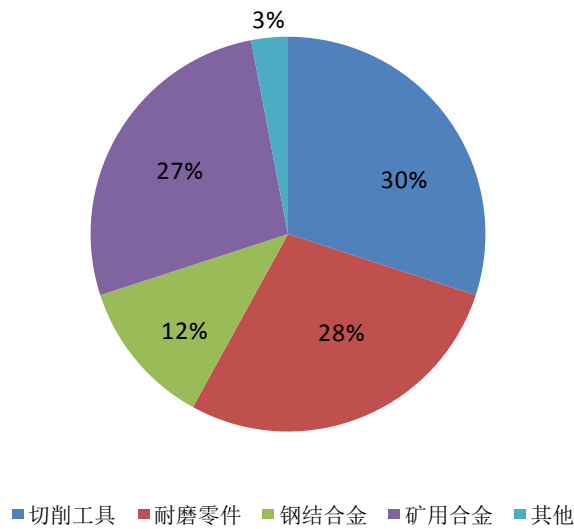
表 4：硬质合金按用途分类

	类型	应用
按应用领域	切削工具	硬质合金可用作各种各样的切削工具。我国切削工具的硬质合金用量中用于焊接刀具的占 78%左右，用于可转位刀具的占 22%左右。
	地质矿山工具	主要用于冲击凿岩用钎头，地质勘探用钻头、矿山油田用潜孔钻、牙轮钻以及截煤机截齿、建材工业冲击钻等。
	磨具	有拉丝模、冷镦模、冷挤压模、热挤压模、热锻模、成形冲模等，近十几年轧制线材用各类硬质合金轧辊用量增速很快。
	结构零件	硬质合金用来作结构零件的制品很多，如旋转密封环、压缩机活塞、车床夹头、磨床心轴、轴承轴颈等。
	耐磨零件	硬质合金制成的耐磨零件有喷嘴、导轨、柱塞、球、轮胎防滑钉、铲雪机板等。
	耐高压高温用腔体	最重要的用途就是生产合成金刚石用的顶锤、压缸等制品。

资料来源：SERI，东兴证券

从硬质合金的下游需求结构来看，切削、矿用、耐磨及钢合金是主要应用。

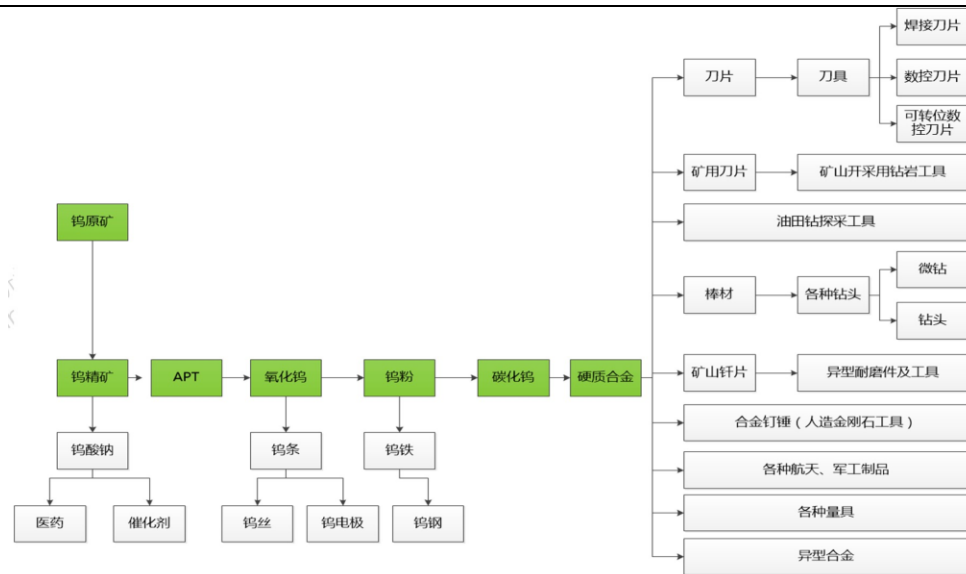
图 13：硬质合金需求结构图



资料来源：SERI、东兴证券

从产业价值链来看，硬质合金产业链涵盖上游开采（白钨矿、黑钨矿、黑白混合钨矿）—选矿（钨精矿）—中游冶炼（APT、氧化钨、钨粉）—碳化钨—硬质合金—下游终端消费。

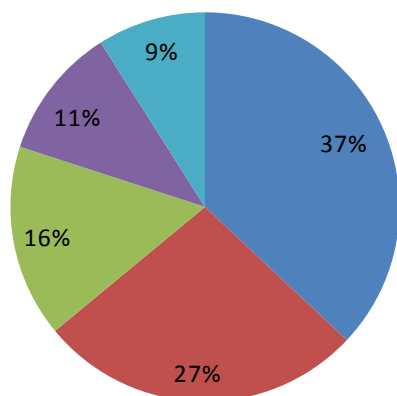
图 14：硬质合金产业链



资料来源：东兴证券

从全球硬质合金产量分布来看，中国、欧洲占比较高，其次是美国和日本。

图 15：全球硬质合金产量分布图

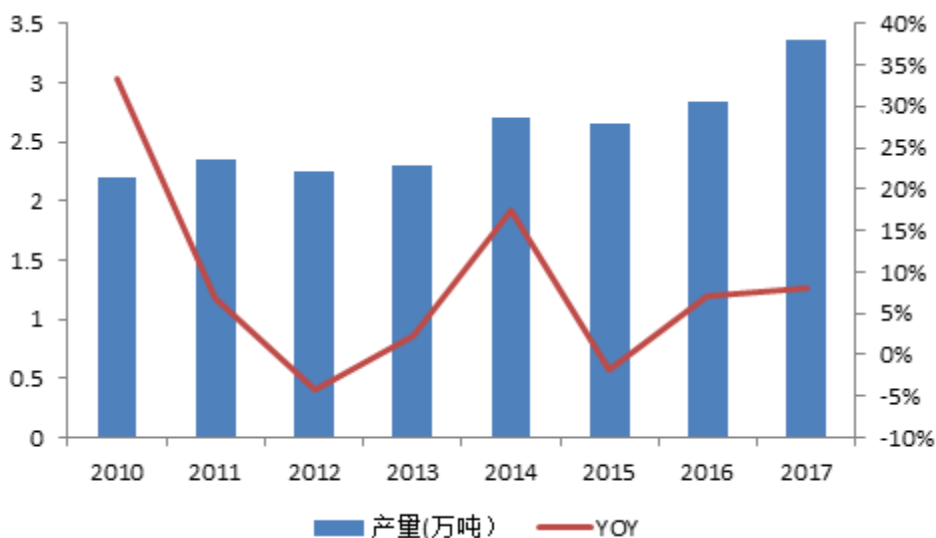


■ 中国 ■ 欧洲 ■ 美国 ■ 日本 ■ 其他

资料来源：SERI、东兴证券

从我国硬质合金市场来看，过去几年处于稳定增长态势，2016 年和 2017 年产量增长稳定在 8% 左右。

图 16：中国硬质合金产量图



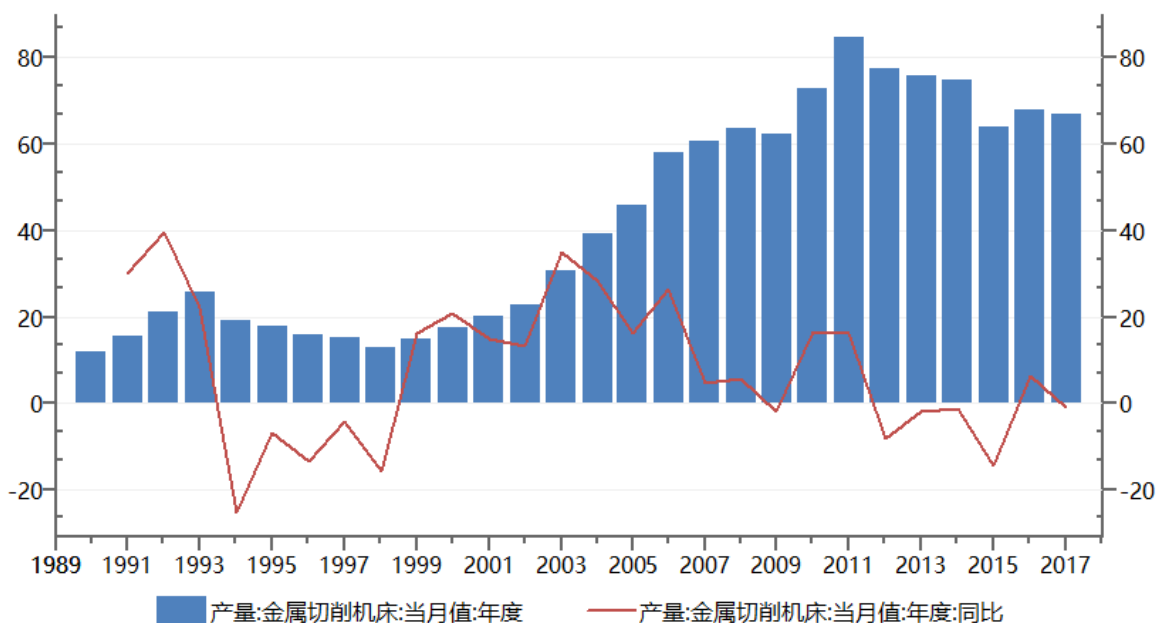
资料来源：前瞻产业研究、东兴证券

从需求来看，切削工具是最大的应用行业，切削刀具下游应用非常广泛，目前国内对切削刀具产品有较大需求的重点客户主要有：汽车、军工（航空、航天、兵器、船舶等）、机械、铁路机车、模具、纺织、能源设备、农机、重大成套设备生产制造企业。据统计，世界切削刀具需求中，通用机械和汽车制造约各占 35%，航空航天约占 10%。

近年来，中国切削刀具对硬质合金的需求量逐年提升。2016 年，切削刀具对硬质合金的需求量约为 9686 吨，较上年增长 4.15%。预计 2017 年的需求量将突破 1 万吨的大关。

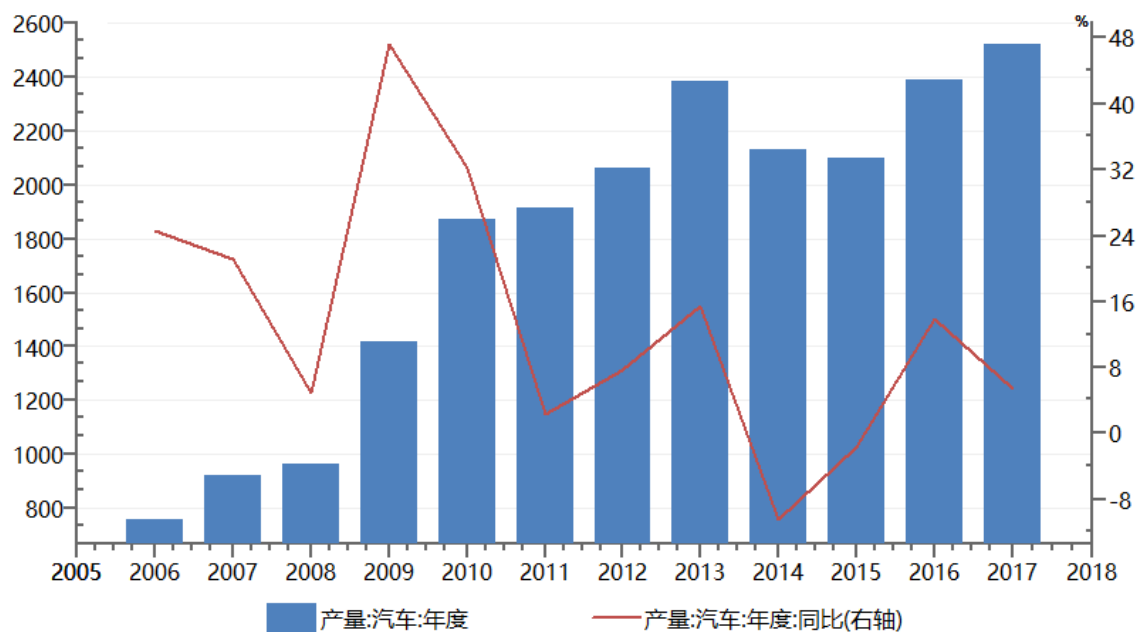
根据国家规划，到 2020 年我国将成为汽车、大型飞机、船舶、电子元器件、大规模集成电路、高档数控机床等关键成套设备和先进科学仪器的制造基地，这一切都将极大提升对切削刀具的需求。到 2023 年，切削刀具对硬质合金需求量将超过 13000 吨。

图 17：中国金属切削机床产量



资料来源：国家统计局、东兴证券

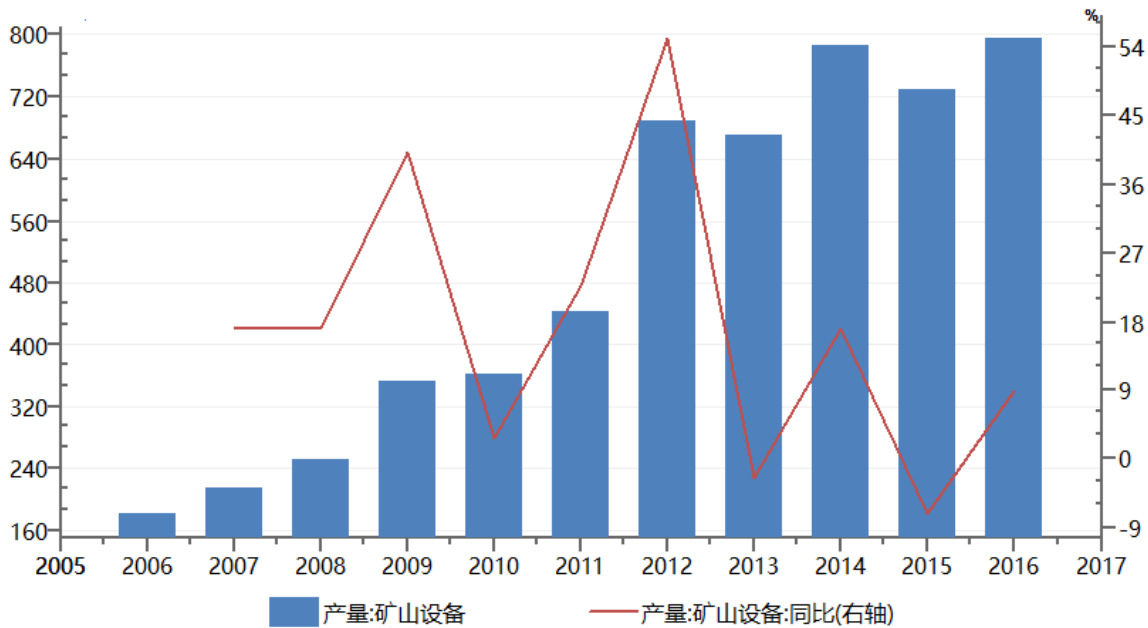
图 18：中国汽车产量图



资料来源：国家统计局、东兴证券

近年来，中国地质学和矿山行业发展迅速，从而带动了对地质矿山工具行业的需求，地质矿山工具硬质合金需求量也呈增长态势，2016 年地质矿山工具行业硬质合金需求量约为 7512 吨，同比增长 4.39%。预计 2017 年的需求量将增长至 8000 吨左右。

图 19：中国矿山设备产量图

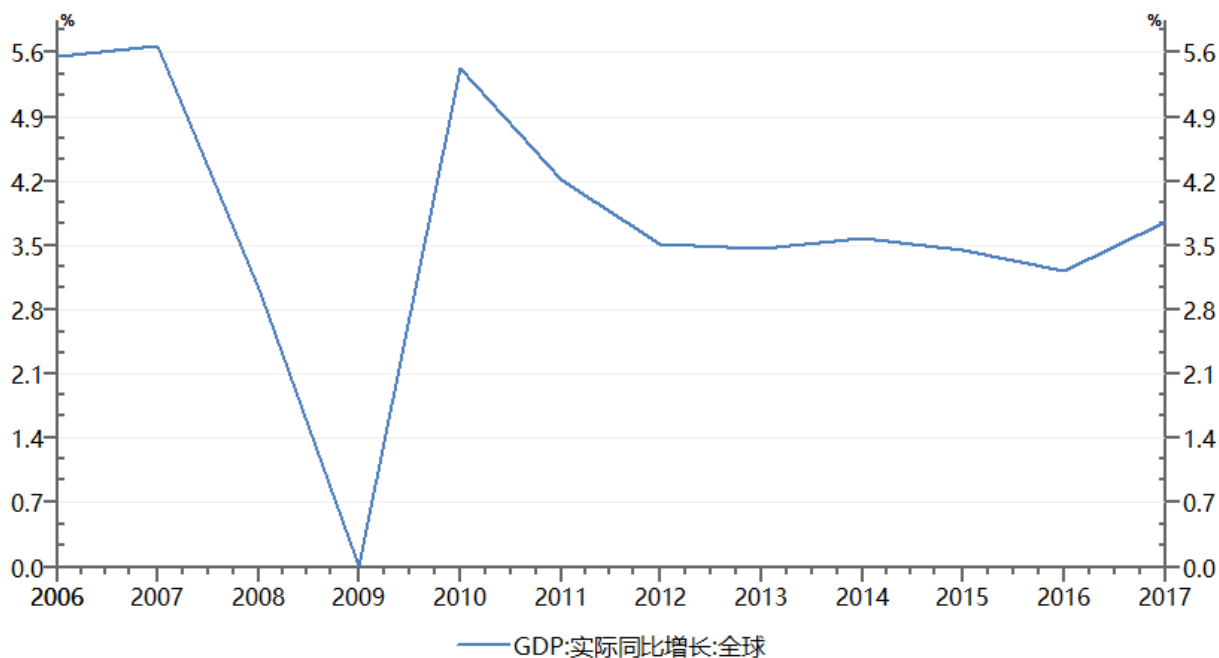


资料来源：中国重型机械工业年鉴、东兴证券

综合来看，中国硬质合金行业随着下游切削工具和矿山工具的恢复性增长，未来几年保持 5-8% 区间增长水平是大概率事件，预计到 2020 年我国硬质合金产量将达到 3.51-3.71 万吨。

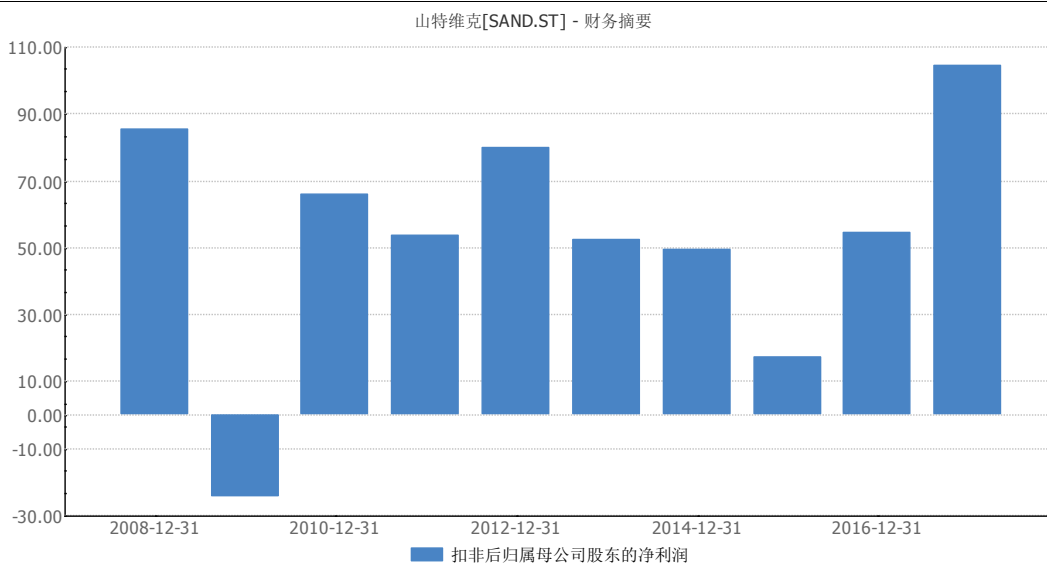
受益于全球经济恢复增长，全球硬质合金公司业绩出现大幅回升，国际巨头 SANDVIC、肯纳金属在 2017 年均出现了业绩大幅回升态势，国内中钨高新、厦门钨业等公司业绩也明显回升，表明硬质合金行业在全球范围进入景气周期。

图 20：全球 GDP 趋势图



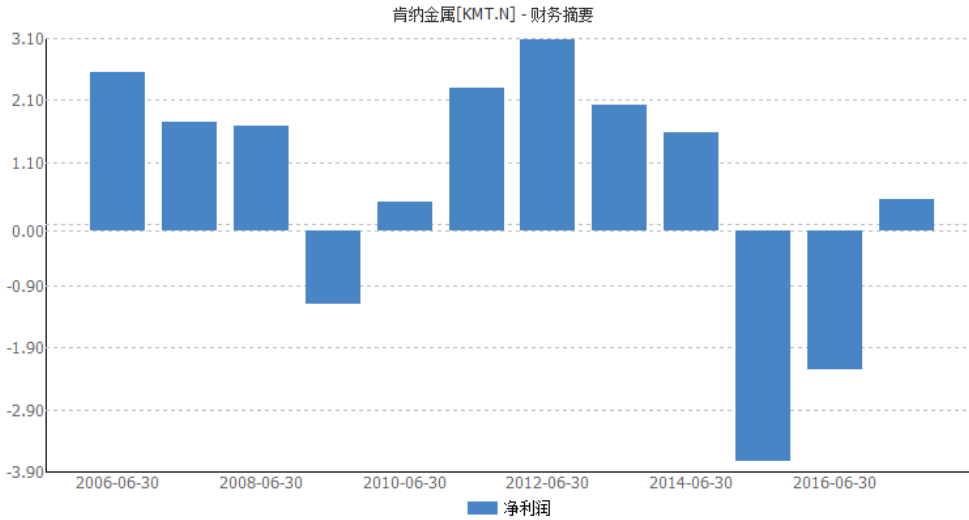
资料来源: 公司报表、东兴证券

图 21: 山特维克业绩趋势



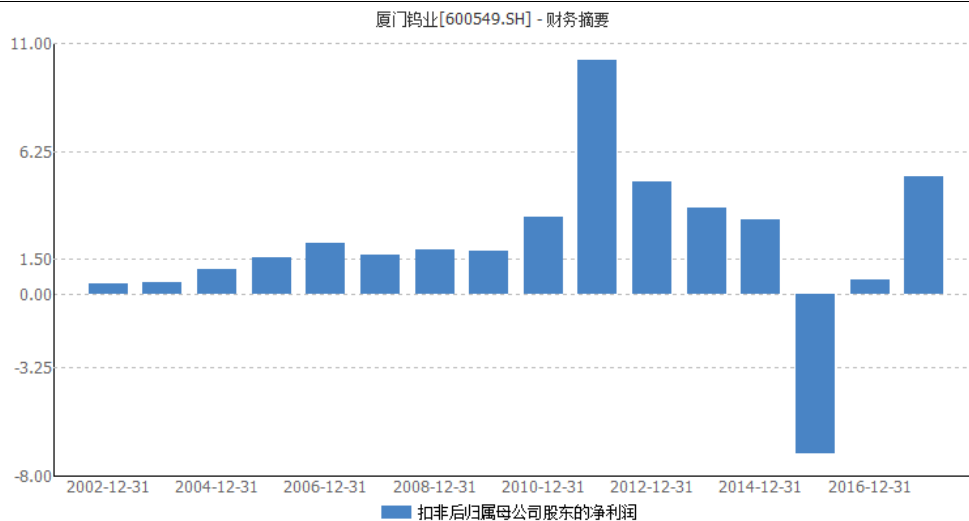
资料来源: 公司报表、东兴证券

图 22: 肯纳金属业绩趋势



资料来源：公司报表、东兴证券

图 23：厦门钨业业绩趋势



资料来源：公司报表、东兴证券

3. 公司业绩高速增长

公司目前产能 8000 吨左右，随着下游需求持续景气，2018 年以后公司将会逐步扩大产能。

钨价保持 11 万稳定水平，假设公司产品结构逐步向高端转化将会稳定提升毛利率，保守估计每年提升 1 到 2 个点毛利率。

从管理角度公司未来三费比例还将有下降空间，我们保守假设维持过去水平不变。

表 5：主要产品业绩假设

指标	2018	2019	2020	2021	2022
产能增幅	10%	20%	20%	20%	20%
毛利率	21.00%	22.00%	23.50%	24.00%	25.00%

资料来源：东兴证券

不考虑未来集团资产注入，预计公司 2018-2020 年收入分别为 71.9 亿、86.3 亿、103.6 亿，净利润分别为 2.06 亿、3.35 亿、5.26 亿，EPS 分别为 0.24、0.38、0.60，对应 PE 分别为 29.13、17.92、11.41 倍。

鉴于未来硬质合金进入景气周期，且公司资产注入预期确定性高，我们认为公司有机会成为未来中国的 SANDVIC，以 2018 年 25 倍 PE 盈利水平是比较合理的。未来将成为上下游一体化公司，有望成长为全球钨产业链一体化的优质龙头，首次评级为“强烈推荐”评级。

4. 风险提示

公司产能不达预期风险；

产品价格下跌风险；

利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	增长率%	2019E	增长率%	2020E	增长率%
营业收入	5,196.05	6,540.81	7,194.00	9.99%	8,632	20.00%	10,359.3	20.00%
营业成本	4,138.71	5,193.44	5,683.26	9.43%	6,733	18.48%	7,924.91	17.69%
营业费用	315.47	340.80	374.83	9.99%	449.79	20.00%	539.75	20.00%
管理费用	512.21	569.93	647.46	13.60%	776.95	20.00%	932.34	20.00%
财务费用	69.35	83.25	56.36	-32.30%	40.39	-28.35%	44.46	10.09%
投资收益	1.13	0.21	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	27.24	228.25	353.80	55.01%	538.34	52.16%	805.60	49.65%
利润总额	104.50	212.87	355.80	67.15%	540.34	51.87%	807.60	49.46%
所得税	50.98	31.61	88.95	181.38%	135.08	51.87%	201.90	49.46%
净利润	53.52	181.25	266.85	47.23%	405.25	51.87%	605.70	49.46%
归属母公司所有者的净利润	13.30	128.07	206.85	61.51%	335.25	62.08%	525.70	56.81%
NOPLAT	49.47	265.24	307.62	15.98%	434.04	41.10%	637.54	46.89%

资产负债表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	增长率%	2019E	增长率%	2020E	增长率%
货币资金	601.54	930.36	215.82	-76.80%	258.98	20.00%	310.78	20.00%
交易性金融资产	0.00	0.00	1.00	N/A	1.00	0.00%	1.00	0.00%
应收帐款	661.00	673.24	748.96	11.25%	898.76	20.00%	1,078.51	20.00%
预付款项	90.63	114.28	142.70	24.87%	176.36	23.59%	215.99	22.47%
存货	1,574.91	1,782.40	1,868.47	4.83%	2,213.78	18.48%	2,605.45	17.69%
流动资产合计	3,386.89	4,113.54	3,584.90	-12.85%	4,267.05	19.03%	5,062.15	18.63%
非流动资产	3,285.79	3,086.55	3,191.26	3.39%	3,243.37	1.63%	3,042.23	-6.20%
资产总计	6,672.68	7,200.09	6,776.17	-5.89%	7,510.42	10.84%	8,104.38	7.91%
短期借款	1,075.29	1,116.26	234.03	-79.03%	471.82	101.60%	385.70	-18.25%
应付帐款	629.82	768.23	778.53	1.34%	922.41	18.48%	1,085.60	17.69%
预收款项	153.89	234.96	234.96	0.00%	234.96	0.00%	234.96	0.00%
流动负债合计	2,524.35	2,760.36	2,202.37	-20.21%	2,598.43	17.98%	2,691.82	3.59%
非流动负债	640.54	781.72	308.36	-60.55%	308.36	0.00%	308.36	0.00%
少数股东权益	532.19	562.65	622.65	10.66%	692.65	11.24%	772.65	11.55%
母公司股东权益	2,975.59	3,095.35	3,594.16	16.11%	3,862.36	7.46%	4,282.92	10.89%
净营运资本	862.54	1,353.18	1,382.53	2.17%	1,668.63	20.69%	2,370.33	42.05%
投入资本 IC	4,500.74	4,278.30	5,059.25	18.25%	5,592.07	10.53%	6,174.72	10.42%

现金流量表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	增长率%	2019E	增长率%	2020E	增长率%
净利润	53.52	181.25	266.85	47.23%	405.25	51.87%	605.70	49.46%
折旧摊销	400.68	391.71	0.00	N/A	247.89	N/A	251.14	1.31%
净营运资金增加	6.24	490.64	29.36	-94.02%	286.09	874.56%	701.70	145.27%
经营活动产生现金流	467.14	512.50	299.86	-41.49%	213.82	-28.70%	338.52	58.32%
投资活动产生现金流	(190.64)	(127.13)	(581.00)	N/A	(301.00)	N/A	(51.00)	N/A
融资活动产生现金流	(180.47)	(148.46)	(433.40)	N/A	130.35	N/A	(235.72)	N/A
现金净增(减)	96.03	236.90	(714.54)	N/A	43.16	N/A	51.80	20.00%

分析师简介

林阳

中国社科院经济学硕士，有色金属行业首席研究员，研究所上海团队负责人。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。