

**有色金属冶炼II**

# 东阳光铝 (600673. SH) / 9.69 元

## 企业“蜕变”投资机会之东阳光铝篇：多点布局，短期看业绩反转，中期看三次创业

**独到见解**

我们在 14 年年度策略中提出企业“蜕变”将成为有色行业一大趋势。从产品升级、业务转型、经营困难度等多维度我们遴选了多家企业作为后续重点跟踪的对象，东阳光铝即为其中之一。我们认为东阳光铝有着可贵的技术驱动基因，历史上依靠产品升级完成了两次创业和转型，也基于同样原因 14 年公司将迎来业绩拐点，中期则需要关注储能等待孵化产业带来的三次创业的可能性。

**投资要点**

**1、东阳光铝是一家典型的技术驱动型企业：**通过技术创新，经过 2-3 年孵化后迅速推向市场，并在此过程中完成了数次产品升级、产业链延伸以及企业转型。公司已不是单纯铝深加工企业，而是更多体现出电子行业特征，待孵化产业（超级电容、锂离子电池等新材料、新能源领域）则或成为三次创业和转型的基础。

**2、正是基于又一次技术突破及产品升级，四大因素将催生公司 14 年“蜕变”，业绩触底回升之势确立。预计定增摊薄后 14/15 年 EPS 分别为 0.28/0.39 元，净利润 CAGR(12-15)达到 35.35%：**

- ◆ 行业洗牌结束，14 年电极箔价格战局面不复存在；更重要的是东阳光铝比容提升技术突破，并将逐步应用于实际生产中，随着经济的回暖公司电极箔业务将迎来一轮“价涨量增”。
- ◆ 节能技术获得突破，电极箔能耗将降低 20%，14-15 年有望实现节能技术的全面普及，从而带动电极箔成本年均回落 6% 左右。
- ◆ 借助引进三井物产、古河斯凯战略投资者，公司钎焊箔 11 年获得日资企业认证，并在 13 年实现满负荷生产，而 14 年钎焊箔扩产有望打破产能瓶颈。
- ◆ 先期孵化项目-2 万吨氟化工产品新型制冷剂 13 年年底建成投产，依托固有渠道有望实现顺利销售。这构成了公司业绩触底回升的第四个推动因素。

**3、合理价值为 10.10 元，综合考虑维持公司“推荐”评级。风险：产能投放及节能技术改造不达预期，从而带来业绩波动的风险，具体业绩压力测试见正文。**

(另，企业蜕变机会逻辑，以及电极箔产业链基础知识可参见右侧相关报告)

**主要财务指标**

	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	4,415	4,442	4,930	5,255
同比增速(%)	-7.3%	0.6%	11.0%	6.6%
净利润(百万)	154	161	277	382
同比增速(%)	-46.4%	4.6%	71.6%	38.1%
每股盈利(元)	0.19	0.19	0.28	0.39
市盈率(倍)	51.7	49.4	34.2	24.8

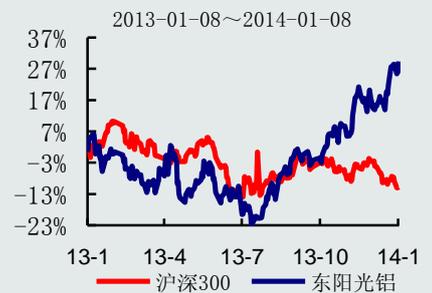
证券分析师：彭波  
 执业编号：S0360513040002  
 Tel: 0755-88283119  
 证券分析师：谢鸿鹤  
 执业编号：S0360513050001  
 Tel: 021-50329312  
 研究助理：徐张红  
 Tel: 0755-88283043

**投资评级**

投资评级：推荐  
 评级变动：维持

**公司基本数据**

总股本(万股)	82747
流通 A 股/B 股(万股)	82261/0
资产负债率(%)	64%
每股净资产(元)	3.27
市盈率(倍)	49.4
市净率(倍)	2.9
12 个月内最高/最低价	9.74/5.9

**市场表现对比图(近 12 个月)**


资料来源：港澳资讯

**相关研究报告**

《有色金属行业 2014 年年度策略报告：行至水穷处，坐看云起时-20131127》

《行业专题报告：解密铝电解电容器产业链演变棋局-供需结构性调整带来的新机遇 -20100915》

## 目 录

一、翻看历史，不断“产品升级与转型”为公司发展中的关键词.....	4
二、推动业绩在 2014 年触底回升的四个因素.....	5
推动因素 1：“电子铝箔-电极箔”产业链洗牌结束，“价涨量增”为大概率事件 .....	5
推动因素 2：节能技术逐步普及，有效降低电极箔成本 .....	5
推动因素 3：钎焊箔将打破产能瓶颈 .....	6
推动因素 4：新型制冷剂项目投产，带来业绩新增长点 .....	6
三、储能等孵化产业：三次创业和转型可期？ .....	7
四、盈利预测与评级.....	7
基准情形：14/15 年 EPS 为 0.28/0.39 元（摊薄后），CAGR（12-15 年）为 35.35%.....	7
投资评级：合理价值为 10.10 元，维持“推荐”评级 .....	9
五、风险提示.....	9

## 图表目录

图表 1	技术驱动公司成长.....	4
图表 2	产业链：孵化产业或将成为公司三次创业的基础.....	4
图表 3	公司电子铝箔技术突破，盈利能力在 12 年开始逐步超过众和.....	5
图表 4	电极箔亦是如此：主动降价导致对手盈利能力下滑更快.....	5
图表 5	公司钎焊箔产能瓶颈将或突破.....	6
图表 6	铝业研究院分为三个分所，多项待孵化项目有序进行.....	7
图表 7	基准情形下的主要假设.....	8
图表 8	悲观情形下的主要假设.....	8
图表 9	公司净利润基准情形与悲观情形对比.....	8
图表 10	公司 ROE 基准情形与悲观情形对比.....	8
图表 11	可比公司估值对比表.....	9

## 一、翻看历史，不断“产品升级与转型”为公司发展中的关键词

东阳光铝是一家典型的技术驱动型企业。从公司发展历史可以明显看到企业这样一条成长轨迹：依靠引进和自身钻研实现技术创新，经过 2-3 年的孵化后迅速推向市场，并在此过程中完成了数次产品升级、产业链延伸以及企业转型（如图表 1 所示）。

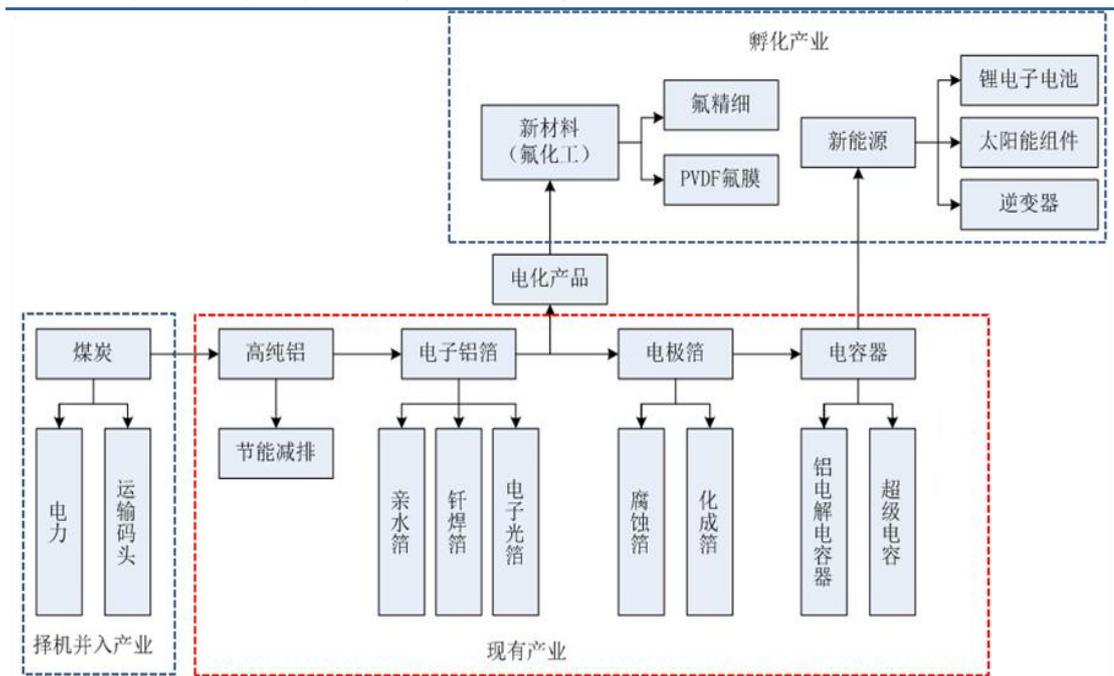
图表 1 技术驱动公司成长

产品类别	时间段	技术创新	企业转型及产业链延伸
空调箔	1999 年	引入意大利亲水箔生产线	涉足空调箔领域
	2000 年	与西安交大联合开发新一代亲水箔生产线	亲水箔产能从 3000 吨一路扩张至 06 年的 3.3 万吨，市场占有率 20-25%，排名第一；目前产能为 8 万吨/年
电极箔及电子铝箔	1995 年	以西安交大为技术依托，实现电极箔中试和投产，	涉足电子元器件领域
	~2009 年	依托自身研究院进行技术开发和突破	目前化成箔领域与日本企业相当，节能技术得到了突破；2013 年腐蚀箔比容提升已经完成技术储备，也将达到日本领先水平
	2010 年	引入日本三井和古河斯凯战略投资者	中高压电子铝箔技术实现突破，达到国内一流水平；这使得新疆众和等传统电子铝箔强势企业备受压力
钎焊箔	2010 年	同样是引入日本三井和古河斯凯战略投资者	涉足汽车散热器领域；09 年仅 3 千吨，依托战略投资人完成技术突破和客户认证，13 年产量预计达到 2 万吨（满产）

资料来源：公司公告，华创证券

目前东阳光铝已经形成了以“铝深加工、电子元件、新材料、新能源”为一体的上市公司，电子元器件行业的电极箔、电容器利润贡献已经占到了 60%。可见，公司已不是单纯的铝深加工企业，而是更多的体现出了电子行业的特征，待孵化产业（超级电容器、锂离子电池等新材料、新能源领域）则可能成为公司三次创业的基础。

图表 2 产业链：孵化产业或将成为公司三次创业的基础



资料来源：华创证券

## 二、推动业绩在 2014 年触底回升的四个因素

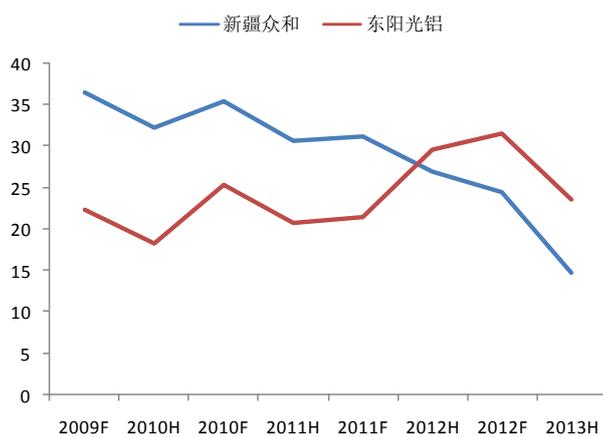
除了技术驱动型企业为我们将东阳光铝列入企业“蜕变”投资机会标的一大原因之外，在此基础上带来的 2014 年业绩触底回升则构成了另一大原因。我们预计公司业绩在 2014 年受到如下四个方面的推动而出现触底回升：

### 推动因素 1：“电子铝箔-电极箔”产业链洗牌结束，“价涨量增”为大概率事件

电子铝箔-电极箔产业链在 2013 年经历了一轮洗牌，主要体现在龙头企业（东阳光铝）借行业低迷期，采用降价方式进行“垂直打击”来逼退新进入者及抢占原有竞争者市场份额。

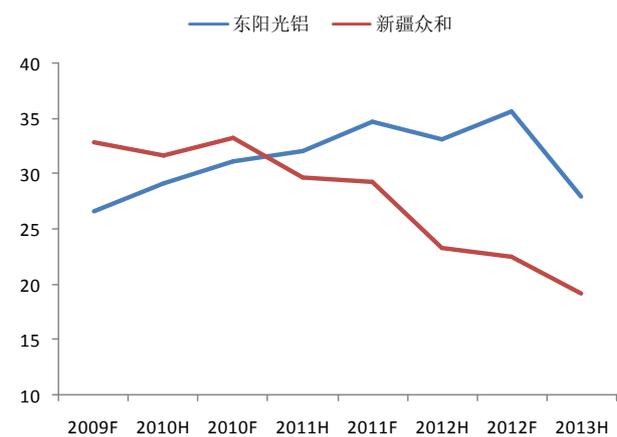
2013 年上半年受经济放缓的影响，行业产能利用率大幅回落；东阳光铝借电子铝箔技术突破及行业低迷期，在二季度开始采用主动降价策略，从而引发了行业的一轮洗牌。我们从行业内老牌企业新疆众和经营数据中可以明显看到这一点（如图表 3 和图表 4）。而新进入者桂东电子经营情况则更为不佳，2011 年尚有 3000 多万的盈利，而在 2012 及 13 年则连续亏损，几近要退出电极箔领域。我们预计随着 13 年行业一轮洗牌的结束，加之 14 年行业需求的回暖，企业间竞争将更加良性，“价格战”局面或将不复存在。

图表 3 公司电子铝箔技术突破，盈利能力在 12 年开始逐步超过众和



资料来源：公司数据，华创证券

图表 4 电极箔亦是如此：主动降价导致对手盈利能力下滑更快



资料来源：公司数据，华创证券

同时，比容提升带来东阳光铝电极箔售价上涨空间。由于电极箔以比容计价，如  $0.72 \mu\text{F}/\text{cm}^2$  比容的腐蚀化成箔如果提高到比容  $0.80 \mu\text{F}/\text{cm}^2$ ，成本几乎没有增加，但售价增加 15%~20%，如何增加比容成为电极箔提价的一个关键。而目前东阳光铝电极箔比容提升技术准备已经基本完成（从目前的  $0.72 \mu\text{f}/\text{cm}^2$  提升至  $0.80 \mu\text{f}/\text{cm}^2$ ），公司预计将在 14 年逐步应用于实际生产中，整体改造将在 15 年中期完成。

总体来看，我们认为随着行业洗牌的结束，14 年电极箔市场价格易涨难跌，价格战局面或将不复存在，更重要的是东阳光铝比容提升技术将在 14 年逐步应用于实际生产中，公司电极箔业务将迎来新一轮“价涨量增”。

### 推动因素 2：节能技术逐步普及，有效降低电极箔成本

电极箔后端生产的化成部分（即化成箔）为高耗能工艺，以中高压化成箔每平米平均 55 度计算，电力成本占到总成本的 60% 以上，降低化成成本成为电极箔企业竞争的一大关键。而东阳光铝化成箔节能技术的攻克成为公司 14 年业绩反转的另一大推动因素。

通过生产工艺和设备的改造，预计将降低能耗 20% 左右，即每平米化成箔减少耗电量 10 度，

化成箔每平米的耗电成本将减少 5 元左右。根据公司技改规划，预计整体节能改造工程将在 2015 年完成，这也就意味着每平米的耗电成本在 14-15 年年均下降 2 元，即 6% 左右的水平。

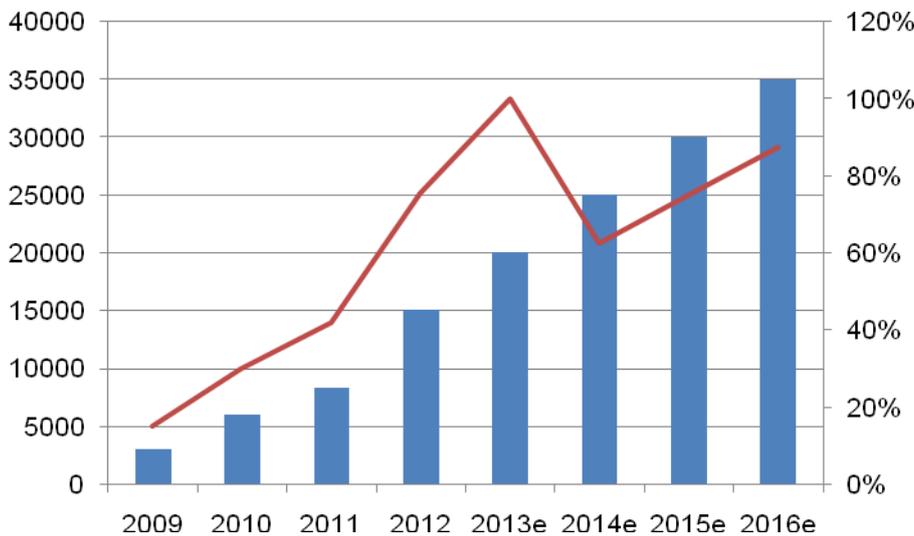
### 推动因素 3：钎焊箔将打破产能瓶颈

国内钎焊箔市场进口依赖度约在 60% 左右，毛利率达到 25-30%。高盈利的钎焊箔一直吸引多家企业涉足这一领域，但目前来看国内实现钎焊箔大批量生产的仅为萨帕、东阳光铝及银邦股份三家企业（分别 2 万吨产能）。

2010 年可以看做公司钎焊箔项目的拐点之年。通过引入日本三井和古河斯凯两家战略投资者，一举在钎焊箔和电子铝箔领域获得了技术突破。随后在 2011 年其钎焊箔终获日本汽车认证，产品分别进入了日本电装、银轮股份、八菱科技等企业。这带给公司钎焊箔业务的发展也是显而易见的，销量从 09 年不足 5000 吨，跃至目前的 20000 吨。目前钎焊箔产能利用率已达到了 100%，产能瓶颈制约明显。

为满足订单需求，公司正在对钎焊箔生产线进行扩建，钎焊箔产能在 2014 年将扩张至 40000 吨，产能瓶颈也将随之被打破。

图表 5 公司钎焊箔产能瓶颈将或突破



资料来源：公司数据，华创证券

### 推动因素 4：新型制冷剂项目投产，带来业绩新增长点

公司通过自身电化厂生产烧碱等材料来满足腐蚀箔生产需求（腐蚀箔需要大量盐酸及烧碱来完成化学腐蚀过程）。为了充分利用生产烧碱过程中伴有的大量氯气副产品，公司一直布局相关的电化产品。如目前已经形成了烧碱（20 万吨），盐酸（37 万吨），液氯（11 万吨）等生产项目。而新型制冷剂的研发成功将成为公司 14 年又一亮点。

公司新型制冷剂项目（R32/R125/R410a）13 年底建成投产，初步形成了 30 吨的生产规模，预计 14 年将具备 2 万吨左右的产量规模，产品销售渠道则借助于已有的空调箔客户（如格力、大金、美的等），市场开拓有着明显的既有优势。我们认为新冷媒的投产使得公司完成氟化工产业链进一步延伸，这也将成为公司业绩的又一增长点。

（具体业绩测算及压力测试，参见我们的第四部分）

### 三、储能等孵化产业：三次创业和转型可期？

正如上文所述，公司技术驱动特征明显，也正是依靠技术突破公司顺利完成了从铝深加工到电子元器件企业的两次创业，公司下属的新材料研究院是公司长期建设重心，争取在未来3-5年内将东阳光新材料研究院建成国内研发规模最大，整体研发水平国内领先、局部领域达到国际先进水平的研发实体，成为公司科研成果的高效转化基地，研发技术骨干人才的培养中心。公司2010年新建6层研发大楼目前已投入使用，建筑面积20000平方米以上，现有研发人员200人左右，硕士及以上学历占比达到70%，目前已经储备了超级电容器、锂离子电子电池等多个项目，并确立了向新能源和新材料发展的研究和经营思路。我们认为待孵化产业有可能催生公司的第三次创业和转型。

如图表6 新材料研究院分为三个分所，多项待孵化项目有序进行所示，公司新材料研究院一共分为电子材料研究所、新材料研究所和新能源研究所。

- ◆ 电子材料研究所除开展铝产品、电子元器件产品相关的技术研发外（如提高腐蚀箔的比容、降低化成箔耗能等），还一直推进储能领域相关的技术和产品研发。目前公司超级电容器的极片等项目进展顺利，已经基本完成中试项目；锂离子电容器也已经在实验室开始研发。
- ◆ 新材料研究所主要开展氟化工深加工领域的研发。如上文提及的新型制冷剂项目便是新材料研究所从研发到量产的一个成功案例。后续公司将在氟树脂、氟膜、六氟磷酸锂及其他精细化工领域继续推进。
- ◆ 新能源研究所一方面开展超纯石英砂、多晶硅等基础材料的研发生产，另一方面则是准备向电池片、太阳能电池组件等成品领域发展。

图表 6 新材料研究院分为三个分所，多项待孵化项目有序进行



资料来源：公司数据，华创证券

### 四、盈利预测与评级

**基准情形：14/15年EPS为0.28/0.39元（摊薄后），CAGR（12-15年）为35.35%**

如上文所述，我们预计公司电极箔、钎焊箔、氟化工产品的突破将在2014年为公司业绩产生积极的贡献，在基准假设下我们预计公司13/14/15年净利润分别为1.61/2.76/3.82亿元，按照增发后的新股本摊薄后的EPS分别为0.16/0.28/0.39元，净利润复合增速(12-15年)达到35.35%。需要说明的是，我们假设这里公司在14年顺利实现增发，并且股本摊薄按照6.39的发行底价计算，13年EPS亦为摊薄后值。

图表 7 基准情形下的主要假设

	2012	2013E	2014E	2015E
电极箔售价 (元/m <sup>2</sup> )	51.0	51.5	52.0	52.5
提价幅度		1%	1%	1%
电极箔及来料加工销量 (m <sup>2</sup> )	2,042	2,592	2,883	3,206
电极箔销量增速		27%	11%	11%
电极箔产能利用率	66%	78%	77%	71%
电极箔电力成本下降 (元/m <sup>2</sup> )		-0.30	-2.00	-2.00
钎焊箔销量 (吨)	15085	20000	25000	30000
钎焊箔产能利用率	75%	100%	63%	75%
新冷媒销量 (吨)			8000	10000
新冷媒产能利用率			40%	50%

资料来源: 公司数据, 华创证券

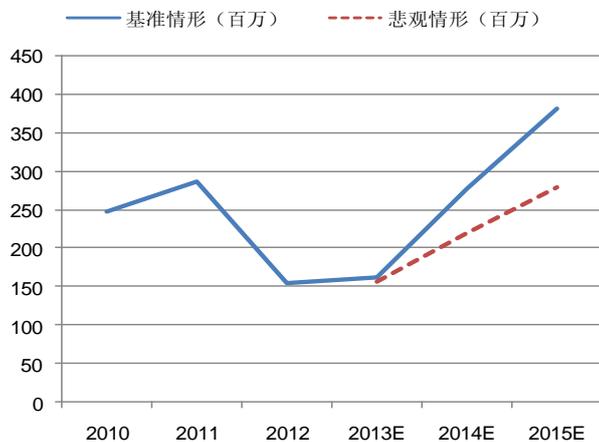
同时我们对上述主要假设条件进行下调作为我们的悲观情形假设。在电极箔销量增长放缓至个位数, 电力成本下降比例缩减 50% 的情形下, 我们预计公司 13/14/15 年净利润分别为 1.61/2.19/2.79 亿元, 按照增发后的新股本摊薄后的 EPS 分别为 0.16/0.22/0.28 元, 下降幅度分别为 0%/21%/27%, 净利润复合增速(12-15 年)下降至 21.89%。具体假设如下:

图表 8 悲观情形下的主要假设

	2012	2013E	2014E	2015E
电极箔售价 (元/m <sup>2</sup> )	51.0	51.0	51.0	51.0
提价幅度		0%	0%	0%
电极箔及来料加工销量 (m <sup>2</sup> )	2,250	2,800	3,000	3,150
电极箔销量增速		24%	7%	5%
电极箔产能利用率	66%	78%	75%	66%
电极箔电力成本下降 (元/m <sup>2</sup> )		-0.30	-1.00	-1.00
钎焊箔销量 (吨)	15085	20000	20000	24000
钎焊箔产能利用率	75%	100%	50%	60%
新冷媒销量 (吨)			8000	10000
新冷媒产能利用率			40%	50%

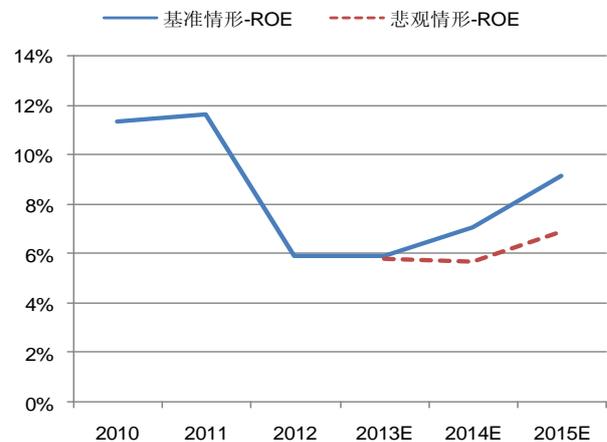
资料来源: 公司数据, 华创证券

图表 9 公司净利润基准情形与悲观情形对比



资料来源: 公司数据, 华创证券

图表 10 公司 ROE 基准情形与悲观情形对比



资料来源: 公司数据, 华创证券

### 投资评级：合理价值为 10.10 元，维持“推荐”评级

我们看好公司的技术驱动发展模式，并且预计公司业绩将在节能改造、产品提价放量的推动下实现触底回升。中期来看，待孵化的超级电容器等项目则有可能催生公司实现第三次创业。

我们相信公司合理估值水平有理由享有溢价。在给予较行业 15% 的溢价水平下，公司合理价值在 10.10，高于目前股价 5%。综合考虑，我们维持对公司的“推荐”评级。

图表 11 可比公司估值对比表

	当前股价	2014EPS	PE Fwd
新疆众和	5.67	0.15	38
江海股份	20.70	0.83	25
可比公司平均估值水平			31
东阳光铝	9.62	0.28	34
		东阳光铝估值系数溢价率	15%
		合理 PE 倍数	36
		东阳光铝合理价值	10.10

资料来源：万得资讯，华创证券（数据截至至 2014 年 1 月 3 日）

## 五、风险提示

1) 业绩不达预期的风险：我们的业绩预测建立在公司电极箔“量价齐升”以及成本稳步下降，钎焊箔突破产能瓶颈等各个假设基础之上，由于宏观经济的波动、产能投放以及技改项目进程的不确定性，业绩有可能低于我们的预期，如我们悲观情景假设下（电极箔销量增长放缓至个位数，电力成本下降比例缩减 50% 的情形），公司 14-15 年业绩将较我们的基准情形回落 20-25%，从而带来投资风险。

2) 另一投资风险则来自于 A 股市场系统性的估值水平下移。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>				
现金	673	500	500	500
应收账款	1308	1217	1351	1440
其它应收款				
预付账款				
存货	913	908	989	1029
其他	190	267	296	315
<b>非流动资产</b>				
长期投资	336	336	336	336
固定资产	3226	3211	3168	3102
无形资产	788	757	725	694
其他	261	261	261	261
资产总计	7694	7455	7626	7677
<b>流动负债</b>				
短期借款	1676	1169	1015	672
应付账款	350	408	445	463
其他	231	288	313	327
<b>非流动负债</b>				
长期借款	1939	1939	939	939
其他	93	93	93	93
<b>负债合计</b>	4289	3898	2805	2494
少数股东权益	811	852	921	1016
股本	827	827	984	984
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	2593	2706	3900	4167
<b>负债和股东权益</b>	7694	7455	7626	7677

**现金流量表**

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	551	683	537	757
净利润	154	161	277	382
折旧摊销	288	346	374	397
财务费用	215	198	139	84
投资损失	13	0	0	0
营运资金变动	122	135	(183)	(117)
其它	(36)	40	69	96
<b>投资活动现金流</b>	(442)	(300)	(300)	(300)
资本支出	(403)	(300)	(300)	(300)
长期投资	(39)	0	0	0
其他	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	181	(556)	(237)	(457)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(390)	0	(1000)	0
普通股增加	(228)	(48)	917	(115)
资本公积增加				
其他	1417	(507)	(154)	(343)
<b>现金净增加额</b>	290	(173)	0	0

资料来源：公司报表、华创证券

**利润表**

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	4415	4442	4930	5255
营业成本	3572	3610	3934	4101
营业税金及附加	17	18	20	21
营业费用	96	102	108	116
管理费用	226	223	229	242
财务费用	215	198	139	84
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	13	0	0	0
投资净收益	(6)	0	0	0
<b>营业利润</b>	270	292	500	691
营业外收入	17	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	287	292	500	691
所得税	77	73	125	173
<b>净利润</b>	211	219	375	519
少数股东损益	57	58	99	136
<b>归属母公司净利润</b>	154	161	277	382
EBITDA	793	836	1014	1172
EPS (元)	0.19	0.19	0.28	0.39

**主要财务比率**

	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	4415	4442	4930	5255
营业利润	843	832	996	1154
归属母公司净利润	154	161	277	382
<b>获利能力</b>				
毛利率	19%	19%	20%	22%
净利率	3%	4%	6%	7%
ROE	6%	6%	7%	9%
ROIC	6%	6%	8%	9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	66%	64%	49%	46%
净负债比率	106%	95%	48%	38%
流动比率	1.4	1.5	1.8	2.2
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收帐款周转率	3.4	3.7	3.7	3.7
应付帐款周转率	10.2	8.8	8.8	8.9
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.19	0.19	0.28	0.39
每股经营现金	0.67	0.83	0.55	0.77
每股净资产	3.13	3.27	3.96	4.24
<b>估值比率</b>				
P/E	51.7	49.4	34.2	24.8
P/B	3.1	2.9	2.4	2.3
EV/EBITDA	15.5	14.2	12.1	10.2

## 有色金属行业研究小组分析师介绍

**彭波：** 金融学、投资学双硕士。15年证券行业从业经验，8年有色金属行业研究经验。连续四年“新财富最佳分析师”前三（2010年第二名、2011年第一名、2012年第三名，2013年第三名）。深圳市后备级人才。曾任国信证券有色金属行业首席分析师。

**谢鸿鹤：** 金融学硕士。4年有色金属行业研究经验。2010年“新财富最佳分析师”第二名（团队），2011年“新财富最佳分析师”第一名（团队），2013年“新财富最佳分析师”第三名（团队），曾任国信证券和高盛高华证券有色金属行业分析师。

**徐张红：** 材料科学与工程学士、金融学硕士。2年有色金属行业研究经验。2012年“新财富最佳分析师”第三名（团队），2013年“新财富最佳分析师”第三名（团队）。曾任国信证券有色金属行业分析师。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	杨晓昊	机构销售总监	010-66500808	<a href="mailto:yangxiaohao@hczq.com">yangxiaohao@hczq.com</a>
	石墨飞	机构销售经理	010-66500836	<a href="mailto:shizhaofei@hczq.com">shizhaofei@hczq.com</a>
	翁波	机构销售经理	010-66500810	<a href="mailto:wengbo@hczq.com">wengbo@hczq.com</a>
	赵翌帆	机构销售经理	010-66500809	<a href="mailto:zhaoyifan@hczq.com">zhaoyifan@hczq.com</a>
	张春会	机构销售经理	010-66500838	<a href="mailto:Zhangchunhui@hczq.com">Zhangchunhui@hczq.com</a>
	欧子辰	机构销售经理	010-66500807	<a href="mailto:ouzichen@hczq.com">ouzichen@hczq.com</a>
广深	李涛	机构销售总监	0755-82027736	<a href="mailto:litao@hczq.com">litao@hczq.com</a>
	张娟	机构销售经理	0755-82828570	<a href="mailto:zhangjuan@hczq.com">zhangjuan@hczq.com</a>
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	<a href="mailto:konglingyao@hczq.com">konglingyao@hczq.com</a>
	宋唯瑛	机构销售经理	0755-83711905	<a href="mailto:songweiyi@hczq.com">songweiyi@hczq.com</a>
	刁建楠	机构销售经理	0755-88283039	<a href="mailto:diaojiannan@hczq.com">diaojiannan@hczq.com</a>
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	<a href="mailto:guojia@hczq.com">guojia@hczq.com</a>
	余洋	机构销售经理	0755-83186870	<a href="mailto:yuyang1@hczq.com">yuyang1@hczq.com</a>
上海	魏媛红	机构销售总监	021-50589152	<a href="mailto:weiyuanhong@hczq.com">weiyuanhong@hczq.com</a>
	王维昌	机构销售经理	021-50111907	<a href="mailto:wangweichang@hczq.com">wangweichang@hczq.com</a>
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	<a href="mailto:liyinyin@hczq.com">liyinyin@hczq.com</a>
	吴丽平	机构销售经理	021-50581878	<a href="mailto:wuliping@hczq.com">wuliping@hczq.com</a>
	晏宗飞	机构销售经理	021-50157561	<a href="mailto:yanzongfei@hczq.com">yanzongfei@hczq.com</a>
	熊俊	机构销售经理	021-50157561	<a href="mailto:xiongjun@hczq.com">xiongjun@hczq.com</a>
北京、上海	刘小玄	创新业务销售总监	010-66500807 021-50495936	<a href="mailto:liuxiaoxuan@hczq.com">liuxiaoxuan@hczq.com</a>

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

### 北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号  
恒奥中心 C 座 3A  
邮编:100033  
传真:010-66500801

### 深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融大厦 6 楼 A 单元  
邮编:518038  
传真:0755-82027731

### 上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号  
新天国际大厦 22 楼 A 座  
邮编:200122  
传真:021-50583558