

## 索通发展(603612.SH)/有色行业

## 预焙阳极龙头，产能扩张再腾飞

分析师：谢鸿鹤

电话：021-20315185

邮箱：xiehh@r.qlzq.com

S0740517080003

分析师：李翔

电话：0755-22660869

邮箱：lixiang@r.qlzq.com

S0740518110002

研究助理：张强

电话：0755-22660869

邮箱：zhangqiang@r.qlzq.com

## 投资要点

- **预焙阳极龙头，产能规模逐级跳，市占率领先。**公司成立于 2003 年，公司深耕预焙阳极行业十余年，是业内龙头骨干企业之一，公司通过建设新的预焙阳极产线，产能逐步扩张，2019 年总设计产能可达到 192 万吨，权益产能达到 146 万吨，增速达到 75%，公司产品在业内拥有较好的口碑，市占率领先，2017 年出口市占率达到 31%，居全国第一。
- **下游铝企要求提升，并受供给侧改革与环保政策影响，行业集中度或快速提升。**国内预焙阳极行业由于发展时间比较短，市场集中度并不高，TOP5 市场份额 20%以内。国内预焙阳极生产商主要包括电解铝企业的自备阳极厂、独立商用预焙阳极生产企业以及产能规模较小的工厂，其中大部分是装备技术落后、缺乏环保设施的中小规模企业。随着下游铝工业规模不断扩大，业内对预焙阳极质量和供应稳定性要求不断提高，另外，愈加趋严的环保政策的推行，在资金、技术实力以及规模产能不足的小厂将被收购或者出清，行业集中度或快速提升。
- **公司拥有稳定优质的客户群体与合作伙伴，形成多元化成本管控方式。**①**公司拥有稳定优质的客户群体与合作伙伴。**预焙阳极是非标品，需按照客户电解铝槽的型号才能生产相应匹配的预焙阳极，因此，下游大客户对预焙阳极的质量要求很高，往往需要较长认证周期，并且会对供应商会进行严格的认证分级。公司深耕行业超过 15 年，积累了大量稳定优质的国内外客户，公司通过与下游客户签订中长期销售合同，并合资建厂，增强客户粘性，同时也保障新增产能项目产品的销售；②**形成多元化成本管控方式，成本优势显著。**公司通过集采方式，与核心供应商签订长期合作协议，取得原料价格优势，另外，公司利用余热发电技术，可满足全厂 60%以上的动力用电，降低用电成本，多元成本管控方式，使得公司成本优势显著：从公司历史业绩上来看，即使是在 2016 年行业周期底部之时（2016 年预焙阳极价格低点曾接近 2500 元/吨），公司保持盈利，且仍然在逆势扩张。
- **依靠“投建并收”，2019 年公司实现产能近翻倍增长，增量来自索通齐力、山东创新炭材料等新投项目。**随着 2018-2019 年创新炭材料一期 60 万吨、索通齐力 30 万吨项目、16 万吨重庆锦旗投产后，2019 年总产能可达到 192 万吨，权益产能达到 146 万吨，产能增速达到 75%。另外，索通云铝规划建设 90 万吨，其中第一期为 60 万吨，将于 2020 年投产。产能扩张有望带来销量增长，2018 年销量或在 100 万吨，我们预估 2020 年实现 240 万吨销量，复合增速在 50%以上，这是公司业绩主要驱动力。
- **投资建议：**我们预计公司 2018/2019/2020 年归母净利润分别为 2.08/3.36/4.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.61/0.99/1.26 元，目前股价对应的 PE 估值水平则分别为 25X/15X/12X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**预焙阳极价格下降；新投产项目不及预期。

## 内容目录

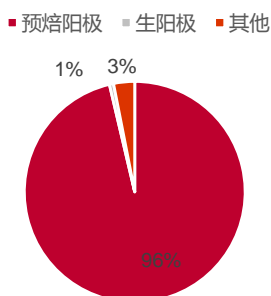
一、索通发展：预焙阳极领头羊，深耕扩张内生强 .....	- 3 -
1.1 公司简介：深耕预焙阳极行业的龙头公司 .....	- 3 -
1.2 发展历程：产能规模快速扩张 .....	- 4 -
1.3 公司经营：成本优势显著，周期底部盈利并逆势扩张 .....	- 4 -
二、集中度提高，低成本扩张，公司市占率增长为主要驱动力 .....	- 5 -
2.1 环保政策趋严，行业集中度将快速提升 .....	- 5 -
2.2 多元化成本管控、稳定优质的客户群体与合作伙伴 .....	- 7 -
2.3 公司产能近翻倍增长 .....	- 8 -
三、盈利预测 .....	- 8 -
四、风险提示 .....	- 9 -

## 一、索通发展：预焙阳极领头羊，深耕扩张内生强

### 1.1 公司简介：深耕预焙阳极行业的龙头公司

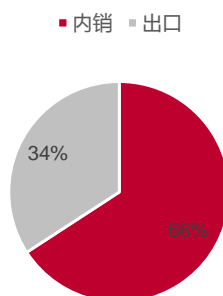
- 公司深耕预焙阳极行业十余年，是业内龙头骨干企业之一。**公司成立于2003年，前身为索通临邑县鲁北炭素有限公司，成立之前主营是以外贸为主，在2003年由贸易商转型为生产商之后，主营切换至并致力于预焙阳极的研发、生产和销售，主要生产适合大电解槽以及高电流密度的优质预焙阳极，2017年预焙阳极业务占比达到96%。公司在行业深耕超过15年，是国内预焙阳极行业规模最大、产品型号最为齐全的龙头骨干企业之一，近年来，公司产品出口至欧美、中东、东南亚、大洋洲、非洲共十几个国家与地区，在销售量、生产规模上均位列业界前列，并且在业内拥有较好的品牌口碑，竞争优势显著，近三年公司在中国预焙阳极出口市场的市占率基本维持约30%及以上，2017年出口市占率达到31%，居全国第一；且随着产能的投放和发展，公司逐渐从外销型转为国内占主导、国外优势继续的生产销售格局。

图表 1：公司各业务结构占比（2017 年）



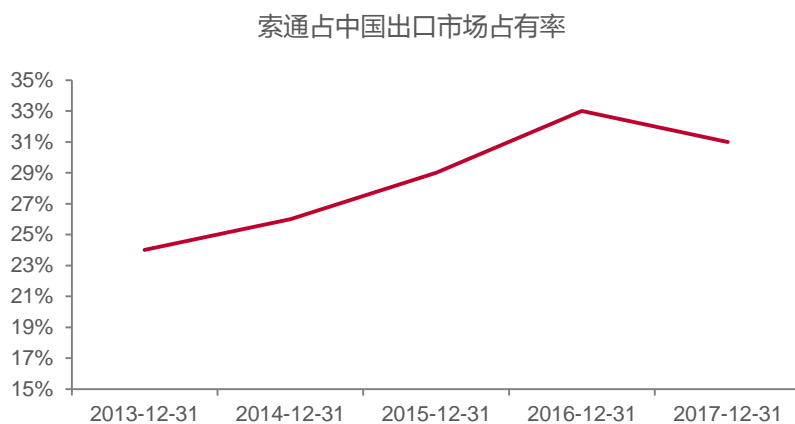
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 2：公司内销、出口业务结构占比（2017 年）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：索通占中国出口市场占有率比例



来源：公司招股说明书，公司年报，中泰证券研究所

## 1.2 发展历程：产能规模快速扩张

- 产能规模逐级跳，实现快速扩张。**公司前身为索通临邑县鲁北炭素有限公司，起初产能仅有 2 万吨，从 2005 年开始，公司通过建设新的预焙阳极产线，产能逐步扩张，通过五年时间内生增长，2010 年公司总产能（山东生产中心）产能达到 27 万吨/年，随后通过嘉峪关索通“年产 25 万吨预焙阳极项目”、嘉峪关索通碳材料“年产 34 万吨预焙阳极及余热发电项目”的建成投产，到 2017 年，公司总产能达到 86 万吨/年，权益产能 83 万吨，销量也在快速增长，由 2014 年的约 60 万吨销量提升至 2017 年的超过 90 万吨。随着 2018-2019 年公司与魏桥铝电、山东创新共同增资的创新炭材料一期 60 万吨项目、公司马来西亚齐力集团共同建设的 30 万吨项目的投产，2019 年总产能可达到 192 万吨，权益产能达到 146 万吨，增速达到 75%。

**图表 4：公司产能规模扩张时间节点以及内容**

时间	生产基地/所在地	产能规模扩张
1998年	天津索通国际工贸	未从事预焙阳极的生产，而是单纯的进行预焙阳极的贸易业务。
2003年	山东生产中心	初始产能仅为2万吨
2005年-2010年	山东生产中心	后总产能扩张至27万吨
2011年-2017年	嘉峪关索通、嘉峪关炭材料	嘉峪关索通“年产25万吨预焙阳极项目”、嘉峪关索通碳材料“年产34万吨
2018-2019年	山东创新炭材料、索通齐力炭素	山东创新炭材料一期60万吨项目、索通齐力炭素30万吨项目的投产

数据来源：公司公告、招股说明书、中泰证券研究所

**图表 5：公告历史产销量情况**

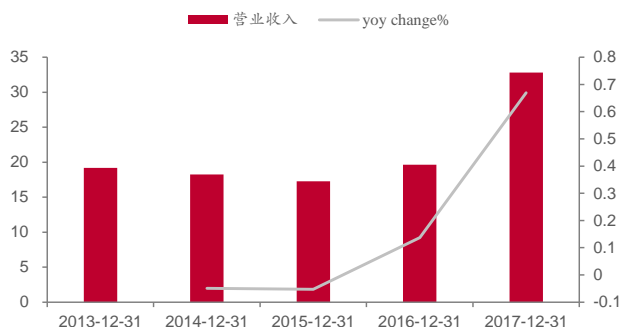
预焙阳极	单位	2014	2015	2016	2017
产能	万吨	52	52	69	86
产量	吨	577,545	593,129	736,698	895,300
销量	吨	592,655	628,319	756,211	930,200
	国内	305,628	301,115	412,711	612,300
	国外	287,027	327,204	343,500	318,000
销售均价	元/吨	2,960	2,657	2,381	3,832
库存	吨				93,900

来源：公司招股说明书，公司年报，中泰证券研究所

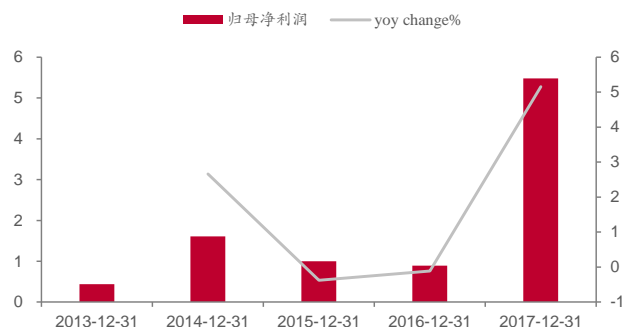
## 1.3 公司经营：成本优势显著，周期底部盈利并逆势扩张

- 公司成本优势显著，周期底部盈利并逆势扩张。**2014-2016 年营业收入稳定在接近 20 亿、归母净利润约 1 亿的水平，即使是在 2016 年行业周期底部之时（2016 年预焙阳极价格低点曾接近 2500 元/吨），公司实现归母净利润约 9000 万，周期底部实现盈利，并且仍然在逆势扩张。2017 年受益供给侧改革与环保政策趋严的影响，预焙阳极大幅上涨，由年初的约 2700 元/吨上涨至年底的约 4600 元/吨，上涨约 70%，同时公司销量也从约 76 万吨提升至 93 万吨，实现 23% 增长，因此 2017 年实现归母净利润约 5.5 亿，同比大幅增长超过 500%。
- 2018 年预焙阳极价格回落，公司利润同比虽大幅下降，但仍维持可观盈利能力。**公司发布 2018 年业绩预告，预计 2018 年归母净利润约 2

亿，较去年减少约 3400 万元，同比减少约 62%，主要原因是预焙阳极价格回落（2017 年高点约 4500 元→2018 年低点 3500 元，降幅 20%），原料石油焦、煤沥青价格分别出现 15%、7% 上涨，因此公司利润同比大幅下降，但是公司在逆周期下仍保持较为可观的盈利能力。

**图表 6：公司历史营收及增速**


来源：公司公告，中泰证券研究所

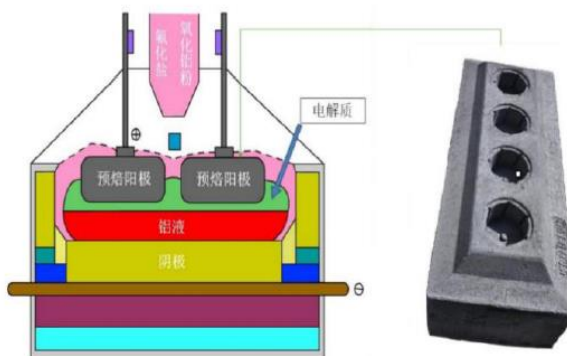
**图表 7：公司历史归母净利润计增速**


来源：公司公告，中泰证券研究所

## 二、集中度提高，低成本扩张，公司市占率增长为主要驱动力

### 2.1 环保政策趋严，行业集中度将快速提升

- **预焙阳极是电解槽的“心脏”。**预焙阳极具有良好的导电性能和抗高温腐蚀性能，作为电解槽的导电阳极，把电流导入电解槽，参与电化学反应并为电解过程中的热平衡提供部分能量；约占到电解铝铝成本的 12%-15%，是电解铝生产过程当中必不可少的消耗性材料，亦被称为电解槽的“心脏”。

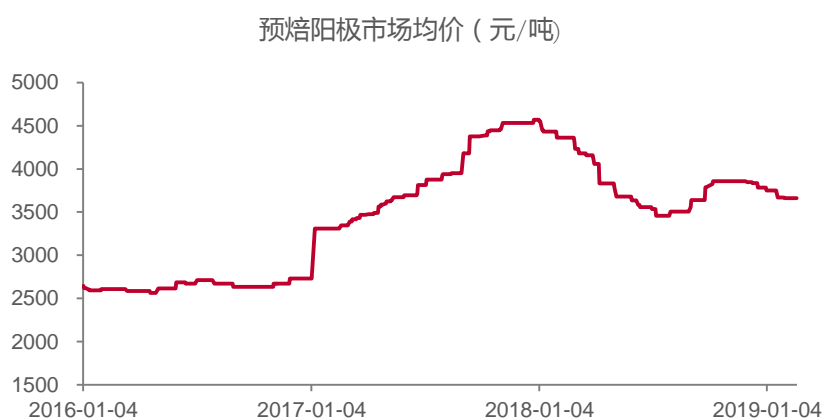
**图表 8：预焙阳极在电解铝生产过程当中应用示意图**


来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 行业受供给侧改革与环保政策影响较大，2017 年价格大幅上涨，2018 年价格回归。受原铝需求增加及“2017 京津冀 2+26 城市秋冬采暖季环保限产”政策等各方面因素影响，采暖季（2017 年 11 月 15 日至 2018

年3月15日)原铝限产30%(以停产电解槽的数量计);炭素企业达不到特别排放限值的,全部停产,达到特别排放限值的,限产50%以上(以生产线计)。2017年中国原铝产量3732万吨,预焙阳极产量约1835万吨(含出口,每生产1吨原铝消耗约0.5吨预焙阳极),预焙阳极市场供不应求,价格涨幅较大,由年初的约2700元,上涨至2017年内高点接近4600元,上涨约70%;受国家供给侧改革及宏观形势影响,2018年国内原铝产量需求放缓,中国全年产量约3587万吨,预焙阳极产量约1889万吨(含出口),受原铝需求下降以及环保限产政策影响,导致预焙阳极供求关系发生变化,价格跌幅较大,最低回落至约3500元/吨,回落幅度约24%。

**图表 9: 预焙阳极市场均价 (元/吨)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 下游要求提升, 环保政策趋严, 行业集中度或快速提升。**国内预焙阳极行业由于发展时间比较短, 市场集中度并不高(比如2016年公司自产产量到达74万吨, 市场份额仅为4%以上)。从种类划分来看, 国内预焙阳极生产商主要包括三种类型, 电解铝企业的自备阳极厂、独立商用预焙阳极生产企业以及产能规模较小的工厂。大部分是装备技术落后、缺乏环保设施的中小规模企业。预焙阳极是影响电解槽电流效率、节能减排效率的核心环节, 随着下游铝工业规模不断扩大, 业内对预焙阳极质量和供应稳定性要求不断提高, 另外, 行业外生因素, 愈加趋严的环保政策的推行, 一些在资金、技术实力以及规模产能不足的小厂将被倒逼重组或者退出市场, 行业集中度或快速提升。

**图表 10: 国内主要商用预焙阳极产量占比**

公司名称	自产产量 (万吨)	全国商用产量市占率	占全国总产量市占率
索通发展	74	8.85%	4.34%
济南澳海炭素	67	8.01%	3.93%
山东晨阳新型碳材料	54	6.46%	3.17%
济南万方炭素	50	5.98%	2.93%
广西强强碳素	37	4.42%	2.17%
<b>合计</b>	<b>282</b>	<b>32.49%</b>	<b>16.55%</b>

来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所



**图表 11: 预焙阳极业内公司类型、特点以及代表企业情况**

公司类型	各自特点	代表企业
铝厂自备阳极厂	生产能力比较大, 技术装备水平较高, 拥有相对齐全化验室设备	中国铝业、中孚实业等
独立商用预焙阳极企业	具有一定生产实力, 是预焙阳极中坚力量,	索通、澳海炭素
规模较小厂家	产能在5万吨以下, 生产波动大, 主要根据订单波动组织生产	

来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

## 2.2 多元化成本管控、稳定优质的客户群体与合作伙伴

- 公司形成多元化成本管控方式。**1) 公司建立起集中采购制度, 由采购部根据山东生产中心、嘉峪关索通以及嘉峪关炭材料提出的原材料需求计划与技术标准, 对主要原料(如石油焦、煅后焦以及煤沥青)实行集中采购, 与公司主要供应商(如中石化、中石油)签订长期合作协议, 取得原料价格上的优势; 2) 自 2015Q4 起, 嘉峪关索通使用液化天然气(单位燃值更高, 成本更为低廉)代替煤气, 以应对价格波动所带来的负面影响; 3) 公司利用余热发电技术, 将生产过程中产生的一部分余热收集起来用于生产生活用热, 多余部分通过在煅烧车间安装的余热发电装置进行发电, 可满足全厂 60% 以上的动力用电, 不仅节约电能, 而且避免了外部电力紧张生产, 实现了资源的综合利用, 公司自 2014 年起, 发电量占比不断提升(2014 年的 60.87%→2016 年的 69.34%), 单吨用电成本呈现出下降趋势(2014 年的 33.21 元/吨→2016 年的 27.83 元/吨, 下降 16%)。

**图表 12: 自产预焙阳极生产成本各细项拆分**

单吨成本拆分	单位	2014	2015	2016	2017
预焙阳极销量小计	(万吨)	59.3	62.8	75.6	93.0
石油焦、煅后焦及残极	元/吨	1,201	1,183	1,005	1,732
煤沥青	元/吨	336	316	305	
天然气(煤气)	元/吨	105	127	109	125
电力	元/吨	32	28	28	
人工	元/吨	127	118	107	115
制造费用	元/吨	288	273	275	252
外购半成品	元/吨	67	-	-	-
合计	元/吨	2,156	2,045	1,829	2,224

来源: 公司年报, 招股说明书, 中泰证券研究所

- 公司拥有稳定优质的客户群体和合作伙伴。**因为预焙阳极作为非标品, 只有确定了下游客户, 按照客户电解铝槽的型号才能生产相应匹配的预焙阳极, 因此, 下游客户客户资源结构非常重要。而下游大客户对预焙阳极的质量要求很高, 往往需要较长认证周期, 并且会对供应商会进行严格的认证分级。索通自 2003 年成立以来, 深耕行业超过 15 年, 积累了大量稳定优质的国内外客户, 公司通过与下游客户签订战略合作协议与中长期销售合同, 并合资建厂, 增强客户粘性, 同时也保障新增产能项目产品的销售。公司客户遍及全球主要的大型电解铝生产企业, 其中, 第一大海外客户就是全球最大的铝生产商之一俄罗斯铝业, 并获得其优先供应商的认证称号, 并签署了中长期销售合同。同时也是 PM、

IRALCO、DUBAL、DETAL 等国际知名企业的长期供货商。

**图表 13: 公司前十大客户情况**

客户名称	销售金额 (万元)	占当期销售总额比例	销售内容
甘肃东兴铝业	94,610	48.14%	预培阳极
RUSAL	25,622	13.04%	预培阳极
PM	23,721	12.07%	预培阳极
IRALCO	7,840	3.99%	预培阳极、材料
新疆农六师碳素有限公司	7,078	3.60%	生阳极
TRIMET	6,622	3.37%	预培阳极
KLESCH	6,272	3.19%	预培阳极
DETAL	5,929	3.02%	预培阳极
DUBAL	4,290	2.18%	预培阳极
嘉峪关靖宇商贸	3,846	1.96%	残极

来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所

### 2.3 公司产能近翻倍增长

- 依靠“投建并收”，公司 2019 年实现产能近翻倍增长，业绩增长主要来自索通齐力、山东创新炭材料新投资项目放量。公司 2018 年设计产能 86 万吨，其中包括山东生产中心 27 万吨、嘉峪关索通 25 万吨与嘉峪关炭材料 34 万吨，权益产能 83 万吨，随着 2018-2019 年公司与魏桥铝电、山东创新共同增资的创新炭材料一期 60 万吨项目、公司马来西亚齐力集团共同建设的 30 万吨项目的投产，2019 年总产能可达到 192 万吨，权益产能达到 146 万吨，增速达到 76%。另外，索通云铝规划建设 90 万吨，其中第一期 60 万吨，将于 2020 年投产；2018 年 9 月收购锦旗碳素及增资扩股后，该项目 16 万吨预培阳极产线将在今年贡献业绩。产能扩张有望带来销量增长，2018 年销量或在 100 万吨，我们预估 2020 年实现 240 万吨销量，复合增速在 50% 以上，这是公司业绩主要驱动力。

**图表 14: 公司产能规划情况**

公司/基地	所在地	股权比例	2018	2019E	2020E	2021E
山东生产中心	山东德州	100%	27	27	27	27
嘉峪关索通	甘肃嘉峪关	96%	25	25	25	25
嘉峪关炭材料	甘肃嘉峪关	96%	34	34	34	34
索通齐力	山东临邑	80%	-	30	30	30
山东创新	山东滨州	51%	-	60	60	60
索通云铝	云南曲靖	51%	-	-	60	90
重庆锦旗	重庆	51%	-	16	16	16

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 三、盈利预测

- 按照上述逻辑，我们做出如下关键假设：
  - 1) 价格假设，预估预培阳极 2019-2020 年内销含税价格为 3650 元/吨；原料成本方面，假设石油焦、煤沥青价格较为稳定，2019-2020 年含税价格分别为 1550 元、3850 元；
  - 2) 假设 2019-2020 年分别实现销量 176 万吨，270 万吨；其中，基于山东生产中心与 OEM 主要用于出口，假设 2019-2020 年外销 35 万吨；



- 在上述假设条件下，我们预计公司 2018/2019/2020 年归母净利润分别为 2.08/3.36/4.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.61/0.99/1.26 元，目前股价对应的 PE 估值水平则分别为 25X/15X/12X。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 15: 公司主营业务拆分情况**

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
预焙阳极收入 (亿元)	17.5	16.8	18.9	31.8	35.3	55.8	85.2
内销收入 (亿元)	8.6	8.0	10.5	21.4	23.1	44.0	73.4
外销收入 (亿元)	9.0	8.8	8.4	10.4	12.3	11.8	11.8
其中，内销售价 (不含税)	2,807.0	2,635.0	2,332.0	3,499.9	3,250.0	3,119.7	3,119.7
销售量 (万吨)	59.3	62.8	75.6	93.0	106.0	176.0	270.3
预焙阳极成本 (亿元)	13.1	13.3	14.6	22.3	28.3	45.3	69.6
预焙阳极单吨成本 (元, 内外销及OEM产品的综合成本)	2,210.4	2,110.4	1,936.0	2,392.8	2,786.7	2,573.4	2,573.4

数据来源: 公司公告、中泰证券研究所

#### 四、风险提示

- 当前铝价低迷，下游电解铝企业存在经营压力，整体来说行业处于盈亏线之下，预焙阳极需求存在不及预期可能；
- 环保趋严、下游需求要求提升等因素不及预期，供给出现边际宽松，预焙阳极价格存在继续下降可能；
- 公司新投产项目，产能利用率存在不及预期可能，从而导致产销量低于预期

**图表 16: 公司财务报表及预测**

利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1727.99	1965.46	3281.12	3634.86	5677.85	8622.18
减: 营业成本	1375.78	1530.69	2319.50	3048.12	4621.19	7049.98
营业税金及附加	13.30	22.60	38.11	42.22	65.96	100.16
营业费用	78.75	79.86	84.60	90.87	113.56	172.44
管理费用	97.00	85.56	122.96	127.22	198.72	301.78
财务费用	34.12	40.89	119.09	73.85	159.86	281.07
资产减值损失	-3.96	96.38	-48.57	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	133.01	109.47	645.43	252.58	518.56	716.76
加: 其他非经营损益	4.41	7.58	45.93	0.00	0.00	0.00
利润总额	137.42	117.05	691.36	252.58	518.56	716.76
减: 所得税	25.56	14.19	127.83	37.89	77.78	107.51
净利润	111.86	102.86	563.53	214.70	440.78	609.24
减: 少数股东损益	12.22	13.95	18.69	6.44	105.19	181.85
归属母公司股东净利润	99.65	88.91	544.84	208.26	335.59	427.39
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	488.57	162.04	267.92	363.49	567.79	862.22
应收和预付款项	663.54	690.21	954.22	1322.27	2226.65	3164.26
存货	271.32	374.63	696.21	657.99	1395.08	1737.03
其他流动资产	26.63	43.38	61.68	61.68	61.68	61.68
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1471.17	1645.49	1857.32	2678.37	3932.74	5587.12
无形资产和开发支出	121.40	118.16	301.36	268.99	236.61	204.23
其他非流动资产	84.36	4.07	106.91	106.91	106.91	106.91
资产总计	3127.00	3037.99	4245.62	5459.69	8527.45	11723.45
短期借款	659.00	596.81	881.87	1206.15	2053.67	2946.22
应付和预收款项	240.04	344.95	484.93	666.16	986.89	1440.02
长期借款	640.00	392.86	182.43	703.44	2205.91	3502.71
其他负债	140.83	247.14	82.43	82.43	82.43	82.43
负债合计	1679.87	1581.76	1631.66	2658.18	5328.91	7971.38
股本	180.50	180.50	243.03	243.03	243.03	243.03
资本公积	643.03	645.46	1028.01	1028.01	1028.01	1028.01
留存收益	527.38	587.33	1099.50	1280.61	1572.46	1944.14
归属母公司股东权益	1350.91	1413.30	2370.54	2551.65	2843.50	3215.18
少数股东权益	96.22	42.93	243.42	249.86	355.04	536.89
股东权益合计	1447.13	1456.23	2613.96	2801.51	3198.54	3752.07
负债和股东权益合计	3127.00	3037.99	4245.62	5459.69	8527.45	11723.45
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	256.47	207.18	249.73	351.27	-442.09	441.87
投资性现金净流量	-280.66	-236.92	-335.80	-1000.00	-1500.00	-2000.00
筹资性现金净流量	304.07	-314.31	191.48	744.30	2146.39	1852.56
现金流量净额	290.46	-340.78	100.10	95.57	204.30	294.43

来源: 公司公告, 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。