

科达制造（600499）一季度业绩靓丽， 拥抱陶机主业、蓝科锂业盈利双拐点

事件描述

公司发布 2020 年报及 2021 年一季报。2020 全年实现营收 73.9 亿元，同增 15.06%，归母净利 2.84 亿元，同增 138.39%，eps 0.166 元。2021Q1 实现营收 21.12 亿元，同增 65.91%，实现归母净利 1.91 亿元，同比大增 526.95%，扣非归母净利润 1.78 亿元，同比大增 1137%，eps 0.102 元。

事件点评

2020 年经营性净现金流进一步显著增厚，2021Q1 扣非净利同比、环比高增。

(1) 建筑陶瓷机械（岩板热潮带来抛光机、窑炉等供不应求）、墙材机械（装配式建筑）、海外建陶整体产销大增，支撑公司 2020 全年整体营收创下新高，但清洁环保设备板块的收缩明显；2020 年度公司海外业务的收入、毛利占比分别升至 46.8%、55.8%，业绩增量贡献显著，新冠疫情成为了检验公司全球战略、全球业务竞争力的试金石；此外 2020 全年公司经营性净现金流进一步高增 99.3%至约 11.84 亿元，侧面展现出经营的高景气。(2) 2021 年一季度，公司综合毛利率从 2020 全年的 23.1%提振至 24.7%，扣非归母净利显著释放，同比大增 1137%、环比转正，一方面公司国内建材机械订单紧俏、满负荷生产终于在盈利端开花结果，另一方面伴随碳酸锂价格周期性大涨，旗下 43.58%参股蓝科锂业的盈利弹性开始显现（虽是冬季淡季），支撑 21Q1 整体投资收益增厚至 4750 万元，同比大增 658.4%，其中蓝科 1 万吨老线 2020 年产碳酸锂 1.36 万吨，21Q1 产量 2858 吨、销售 2480 吨。

我们判断 2021 年公司将迎来建材机械盈利、蓝科锂业量价齐升的双拐点，非洲建陶继续高成长。(1) 公司作为全球前二的领军陶机生产商，2020 年国内约 70%新建岩板生产线采用公司的成型及抛磨设备，充分展现科达陶机产品竞争力及行业地位，同时公司通过打造“中国、意大利、中意”三大制式陶机产品，有望在海外高端市场取得突破。(2) 蓝科锂业二期年产 2 万吨电池级碳酸锂有望 2021 年完工（总产能将超过 3 万吨），部分装置 4 月已试车、与老线融合生产释放新增产量，我们预计其 2021 年产销有望达到 2.3 万吨、2022 年满产；同时 21Q1 国内电池级碳酸锂均价 7.4 万元/吨，同比大涨 53%，在量价齐升的背景下，公司战略参股蓝科锂业将步入收获期。(3) 公司在非洲建陶蓝海市场的战略清晰、打法因地制宜，目标构建非洲最大的建材工业集团和一站式家居中心，未来份额持续扩张、业绩增厚可期；2020 年公司 4 个非洲陶瓷厂的瓷砖年产量近 7000 万平，未来 2-3 年计划扩能至 1 亿平米。

靓丽业绩背后也是公司股权结构的优化以及经营管理的精细化。(1) 2021Q1 梁桐灿先生的股权升至 21.86%，公司股权结构从分散转向相对集中，带来新的文化；(2) 业务化繁为简，立足高端制造、聚焦自身擅长领域，并战略投入稀缺的青海优质盐湖提锂标的--蓝科锂业。(3) 经营思路从追求份额转向强调盈利能力，精细管理、降本增效成为公司建材机械主业的关键词。

维持公司“买入”评级。我们预计公司 2021-2023 年 eps 分别为 0.54 元、0.77 元、0.97 元，维持“买入”评级。

风险提示： 1、锂产品价格波动、海外经营及汇率波动风险、江苏科行诉讼风险；
2、海外疫情控制超预期、全球宏观经济基本面风险、全球地缘政治风险等。

机械设备

评级： 买入

日期： 2021.04.28

分析师 葛军

登记编码：S0950519050002

☎：021-61097705

✉：gejun@wkzq.com.cn

分析师 孙景文

登记编码：S0950519050001

☎：021-61097715

✉：sunjingwen@wkzq.com.cn

联系人 张航

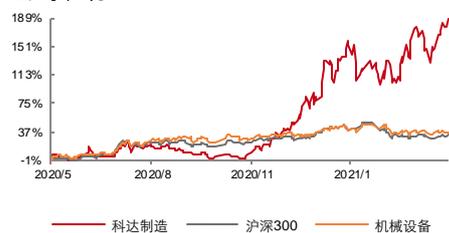
☎：13378111311

✉：zhanghang@wkzq.com.cn

公司基本数据 2021/4/28

总股本（万股）	188,841.99
流通 A 股/B 股(万股)	188,841.99
资产负债率（%）	49.62
每股净资产（元）	3.27
市盈率（当前）	112.28
市净率（当前）	3.47

公司表现 2021/4/28



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《科达制造（600499）：陶机精进、非洲建陶拓成长、参股深耕蓝科筑锂想》(2021/3/30)

一季度扣非净利靓丽，建材机械、海外建陶、蓝科锂业皆传捷报

2020年公司实现营业收入73.9亿元，同比增长15.06%；归母净利润2.84亿元，同比增长138.39%；扣非归母净利润3299万元，同比下降50.12%，其中影响因素为资产处置收益、政府补助和诉讼预计负债；全年实现经营活动现金流量净额11.84亿元，同比增长99.31%。年度综合毛利率23.1%，同比基本持平，加权ROE为5.25%，同比提高2.26pct，公司拟每10股派发1元现金股利，分红比率66.38%。

2021年一季度，公司实现营业收入21.12亿元，同比增长65.91%，环比下降13.58%；归母净利润1.91亿元，同比增长526.95%，环比增长46.92%；实现扣非归母净利润1.78亿元，同比显著增长1137%，环比扭亏为盈。经营活动现金流量净额1804万元，同比增长131.22%。报告期录得综合毛利率24.73%，同比提振1.8pct，一季度加权ROE为3.15%，同比提高2.5pct，公司指引2021年中报业绩有望同比较大幅度增长，公司目标2021年度力争实现集团含税销售收入90亿元。

经营质量改善，主业精细管理、降本增效已见成效。2021Q1公司期间费用率已经大幅下降至12.6%（2020年为17%），净利率大幅提升至13%（2020年为6%）。此外，公司2020年研发费用3.16亿元，占营收比重4.27%，同比大幅增长89.82%。

具体分业务板块来看：

- 2020年在新冠疫情的不利影响下，公司机械业务营收仍达到38.59亿元，同比增长29.63%，毛利率22.48%。2020年及21Q1国内下游市场需求大幅增长，公司生产制造供不应求，尤其是岩板产线的核心产品抛光机、窑炉等满产满销，产销率分别为100%和98%，库存量走低至个位数；且2020年海外接单量同比提升45%，在岩板建设热潮下2021年有望持续增长。
- 2020年公司建陶业务营收17.89亿元，同比增长68.63%，毛利率高达38.43%，同比提振3pct，主因非洲子公司充分释放产能，产能利用率均达100%以上，共生产建陶7000万平米，销量7400万平米，产销率达106%，生产的建筑陶瓷产品大量替代进口瓷砖。且赞比亚工厂已经于2021年4月点火投产，2021年增长确定性高。
- 2020年蓝科锂业生产碳酸锂1.36万吨，销售1.38万吨，产销率101%。2021Q1蓝科锂业生产碳酸锂2858吨、销售2480吨。伴随2020Q4以来碳酸锂价格的持续反弹，蓝科锂业2021年一季度盈利修复，支撑科达21Q1的整体投资收益增厚至4750万元，同比增长658.42%，鉴于蓝科二期2万吨碳酸锂扩能开启分段试车、盐湖吸附提锂逐步进入季节性的产销旺季，我们预计蓝科Q2开始的盈利弹性将更加显著。
- 此外，2020年公司节能环保业务营收9.66亿元，同比下降34.62%，毛利率2.66%，主要受新冠疫情影响及公司节能环保业务收缩；锂电材料业务营收4.35亿元，同比下降6.77%，毛利率4.98%。

图表1：公司2021Q1主要财务数据靓丽

单位：万元	2021Q1	同比增减 (%)	2020	同比增减 (%)
营业收入	211,242.36	65.91	738,973.14	15.06
归母净利润	19,071.49	526.95	28,448.60	138.39
扣非归母净利润	17,840.37	1,137.31	3,299.38	-50.12
经营活动现金流量净额	1,803.59	131.22	118,358.24	99.31
加权平均净资产收益率 (%)	3.15	增加 2.50 个百分点	5.25	增加 2.66 个百分点
基本每股收益 (元/股)	0.102	410.00	0.166	112.82

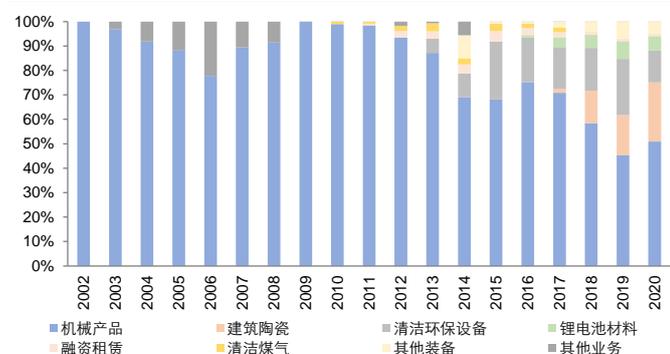
资料来源：公司公告，五矿证券研究所整理

图表 2: 公司分业务营收情况 (百万元) 及总营收 YOY



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 3: 公司分业务营收(百万元)占比, 机械和建陶业务为主要来源



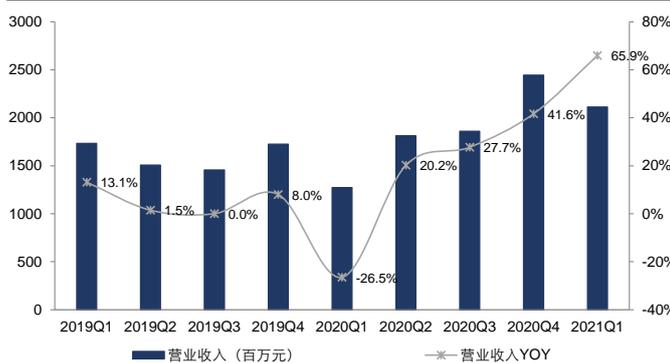
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 4: 公司归母净利润及 YOY, 2020 及 2021Q1 净利润大幅改善



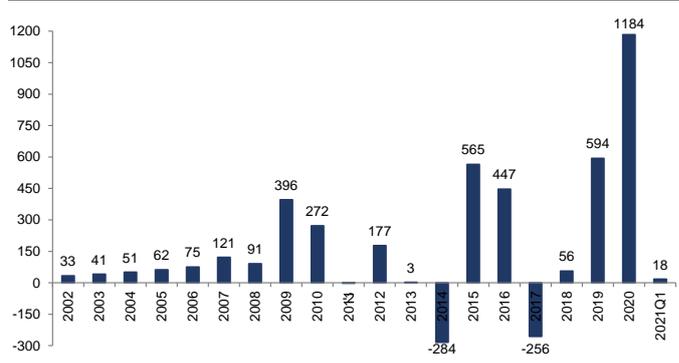
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 5: 公司单季度营收及 YOY, 2021Q1 同比大幅增长



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 6: 2020 年公司经营活动净现金流大幅好转 (百万元)



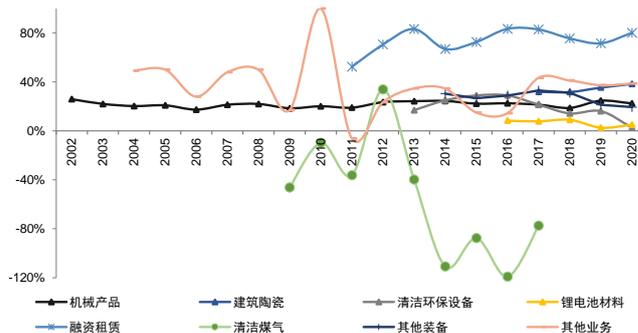
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 7：公司分业务毛利润(百万元)情况，建陶已经成为主要来源之一



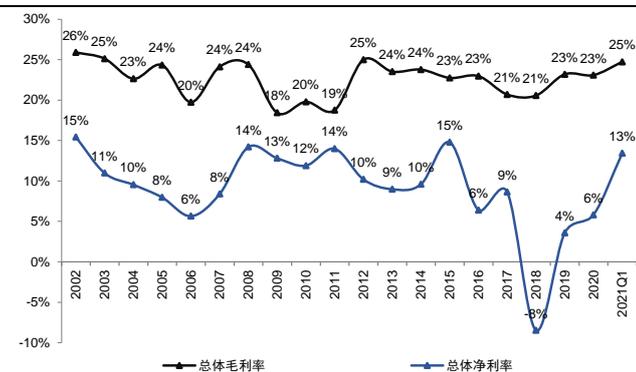
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 8：公司三大主业中，建筑陶瓷业务毛利率最高（稳定 30%以上）



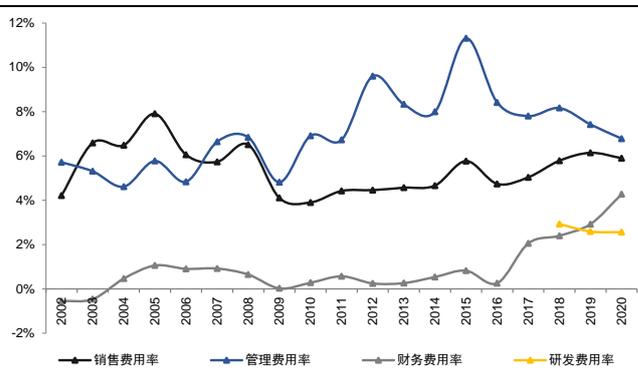
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 9：公司 2021Q1 毛利率、净利率显著改善



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 10：公司的期间费用率控制良好，2021Q1 已经大幅下降至 12.6%



资料来源：Wind，五矿证券研究所

2021 年迎来建材机械主业盈利、蓝科锂业量价齐升的双拐点

我们判断 2021 年公司将迎来建材机械主业盈利、蓝科锂业量价齐升的双拐点，同时非洲建陶板块有望继续高成长。

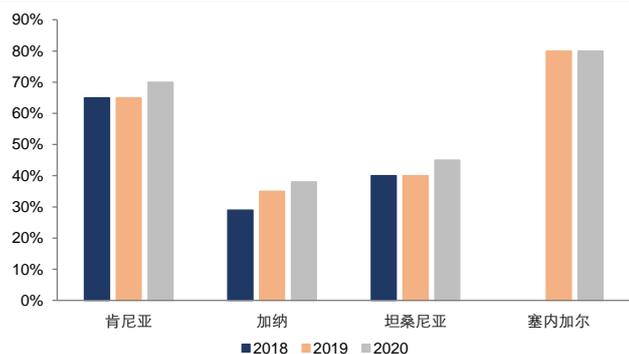
- 公司作为全球前二的领军陶机生产商，2020 年国内约 70%新建岩板生产线采用公司的成型及抛磨设备，充分展现科达陶机产品竞争力及行业地位，同时公司通过打造“中国、意大利、中意”三大制式陶机产品，有望在海外高端市场取得突破。
- 蓝科锂业二期年产 2 万吨电池级碳酸锂有望 2021 年完工，部分装置已于 4 月试车、与年产 1 万吨老线融合生产释放新增产量（由于吸附效率提升，实际总产能将超过 3 万吨），我们预计其 2021 年产销有望达到 2.3 万吨、2022 年满产；同时 21Q1 国内电池级碳酸锂均价 7.4 万元/吨，同比大涨 53%，我们看好未来三年价格中枢在 7-10 万元/吨高位运行。
- 公司在非洲建陶蓝海市场的长期战略清晰、打法因地制宜，携手森大集团，目标构建非洲最大的建材工业集团和一站式家居中心，未来份额持续扩张、业绩增厚可期；2020 年公司 4 个非洲陶瓷厂的瓷砖年产量近 7000 万平，未来 2-3 年计划扩能至 1 亿平米。

图表 11：目前公司已经在非洲形成五大生产基地，赞比亚工厂已于 2021 年 4 月点火投产



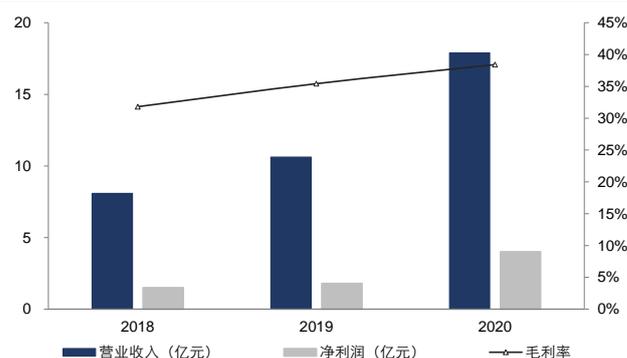
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 12：公司在生产基地所在国的市占率稳步提升



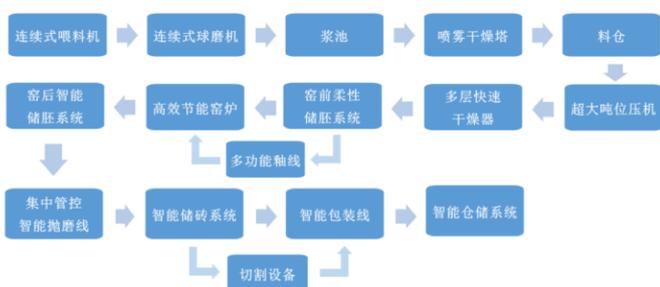
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 13：非洲建陶业务盈利能力良好，增长势头强劲



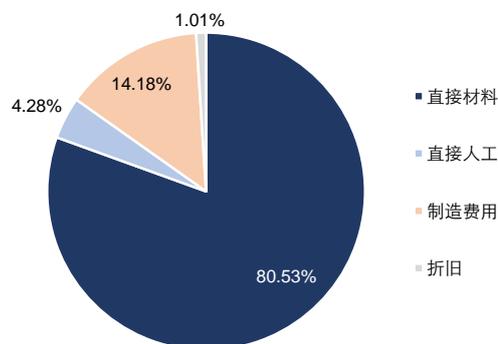
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 14：陶瓷生产线示意图：公司具备整厂整线设备供应能力



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 15：机械产品原材料成本占比高、有套期保值的必要性



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 16: 公司在非洲的建陶业务产能布局

陶瓷厂	投产时间	主要产品	2020年产量 (千平方米)	产能利用率	辐射覆盖市场	
Keda 肯尼亚	一期	2016年11月	彩釉	1.9	111%	乌干达、坦桑尼亚、布隆迪、卢旺达、苏丹等中东非国家
	二期	2018年3月	彩釉、瓷片、水晶砖			
Keda 肯尼亚 卡贾多工厂	一期	筹建中	(计划) 瓷片、彩釉砖	-	-	
Keda 加纳	一期一线	2017年6月	彩釉、耐磨砖	2.1	119%	
	一期二线	2017年8月	抛釉、渗花、仿古砖			
	二期三线	2019年9月	瓷片、彩釉砖			
	二期四线	2021年6月 (预计)	耐磨砖			-
Keda 坦桑尼亚	一线	2017年11月	彩釉、耐磨砖、瓷片	1.1	120%	
	二线	2018年3月	抛釉、渗花、仿古砖			
Keda 塞内加尔	一线	2019年7月	彩釉、耐磨砖	1.8	110%	几内亚、冈比亚、马里等西非国家
	二线	2019年9月	瓷片			
Keda 赞比亚	一线	2021年4月	(计划) 瓷片、地砖	-	-	
	二线	2021年4月	(计划) 瓷片、地砖	-	-	
总计			7.0			

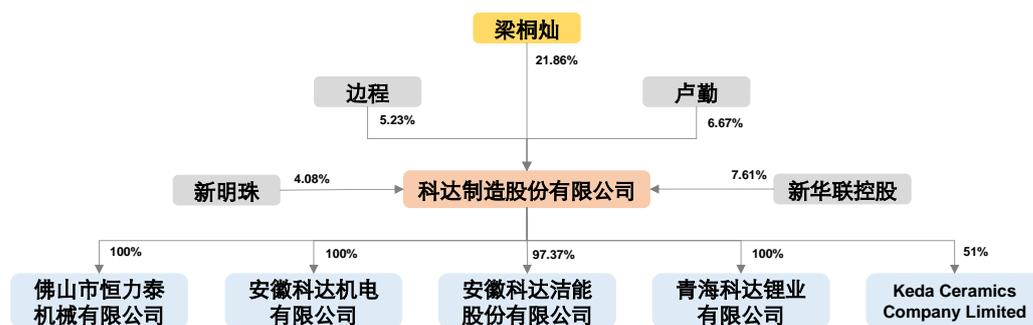
资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所整理

股权结构优化与精细管理将让科达更具活力、行稳致远

我们认为靓丽业绩背后也是公司股权结构的优化以及经营管理的精细化。

- 2021Q1 公司第一大股东梁桐灿先生的持股比例升至 21.86%，公司股权结构已从分散转向相对集中，带来新的文化，为公司的变革创造提供良好基础；
- 公司目前无实控人，所有权与经营权的分离将有利于在维持公司在职业经理人文化的基础上，让经营决策效率更高、经营机制更为灵活、管理更加精细。
- 主营业务化繁为简，公司已剥离、边缘化亏损或成长性欠佳的业务，专注熟悉自身所擅长领域，并重点投入具备战略价值的优质盐湖提锂标的--蓝科锂业，目前已进入收获期。
- 经营思路从追求份额转向追求增长的质量与盈利能力，精细管理成为公司建材机械主业的关键词，未来将以市场为导向、以客户为中心、以利润为目标。

图表 17: 公司股权结构及主要子公司, 梁桐灿是公司第一大股东



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

中国本土的“未来白色石油”——优质锂资源将获价值重估

在全球新能源汽车迎来大发展之际，锂作为未来的“白色石油”，其战略重要性已基本成为全球共识。考虑到目前中国锂行业主要依靠进口西澳锂精矿作为原料生产锂化合物及深加工产品，我们认为中国锂行业未来有必要夯实上游锂资源供应、提升锂资源自给率，构建“双循环”的上游锂资源保障体系。我们认为国内的盐湖、矿石资源将获得价值重估。综合开采条件、资源禀赋等因素，我们认为未来青海的主力盐湖（察尔汗、东西台、一里坪）、川西部分的优质锂辉石矿（如甲基卡等）将挑起大梁，云母等将形成补充。

持续更大量级的年需求增长，未来锂价格中枢有望走出长牛。我们认为全球新能源汽车产业发展已经进入“正向自循环”，清洁能源革命以及锂电应用的持续拓展为锂行业带来了长周期的需求机遇，我们预计2021年全球锂需求约为48~51万吨LCE，2025年将大幅增长至97~111万吨，2021-2025年需求复合增速达19-22%。我们预计锂行业在2021-2025年依然将处于供需紧平衡至短缺的状态，未来锂价格中枢有望走出长牛。

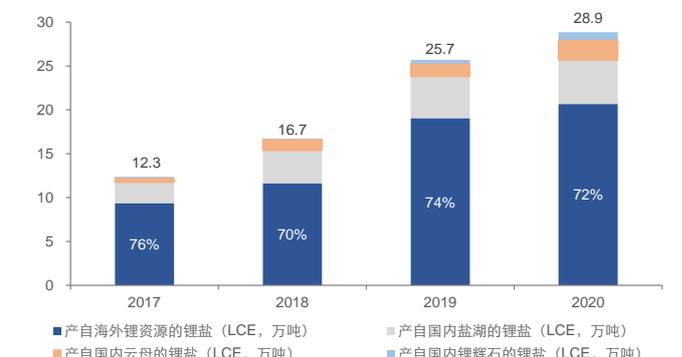
蓝科锂业吸附法提锂技术已得到验证，低成本扩张下盈利弹性可期。（1）据盐湖股份披露的营业成本和销量推算，2020年蓝科锂业碳酸锂营业成本已经低至约2.4万元/吨，完全成本已经低至约3.1万元/吨，较2019年的3.25和3.94万元/吨大幅下降，低于矿石提锂及其余大部分青海在产的盐湖提锂厂商，充分证明了其未来进一步降本增效的潜力。（2）我们预计2022年内二期产能将满产，且可通过增加吸附效率等技术提升，大幅提高二期设计产能的实际产出。在下游需求强劲、锂盐价格大幅上涨的背景下，未来蓝科锂业有望迎来量价齐升。

图表 18：中国锂行业需要大规模进口锂精矿作为原料生产锂盐产品



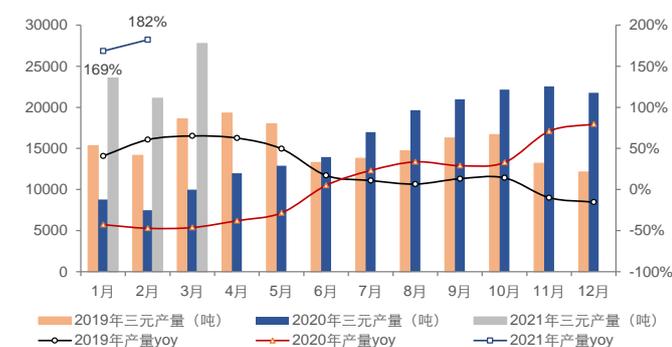
资料来源：中国海关，五矿证券研究所

图表 19：在中国锂盐的产出结构中，外购进口原料占比较高



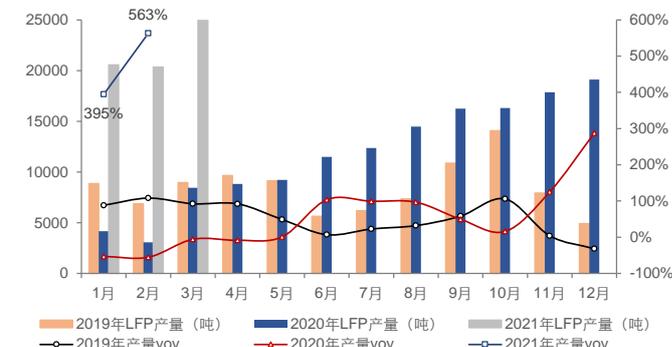
资料来源：有色金属工业协会锂业分会，中国海关，各公司公告，五矿证券研究所

图表 20：2020 年下半年以来，中国三元正极产量持续同比高增



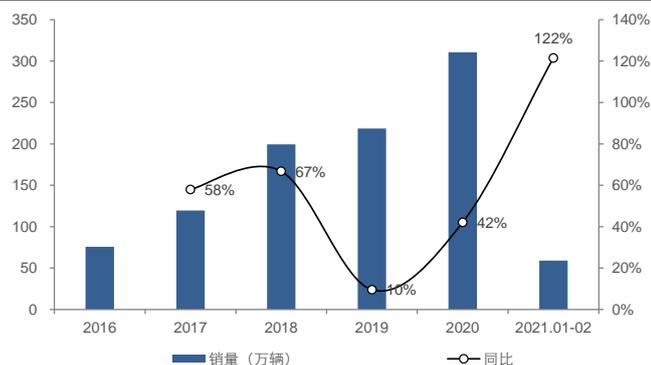
资料来源：鑫椴资讯，五矿证券研究所

图表 21：2020 年下半年以来，中国磷酸铁锂的生产规模迎来爆发式增长



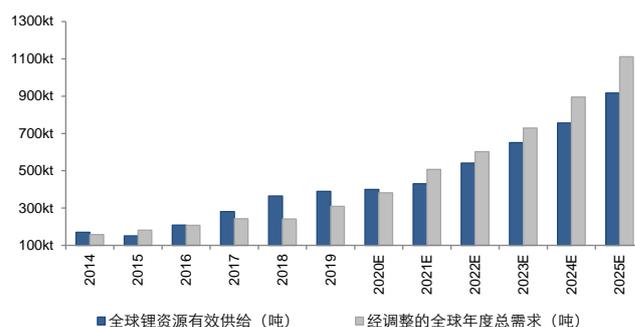
资料来源：鑫椴资讯，五矿证券研究所

图表 22: 2021 年 1-2 月全球新能源汽车销量持续同比高速增长



资料来源: Insideevs, 五矿证券研究所

图表 23: 需求乐观情形下, 2021-2025 年全球锂供需平衡预测



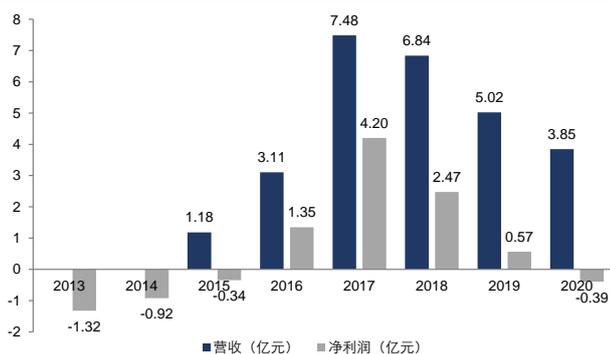
资料来源: 各公司公告, 五矿证券研究所预测

图表 24: 全球锂行业供需平衡表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
产销量 (吨, LCE)									
全球锂资源供给量	294,015	380,380	415,226	391,775	423,905	534,165	651,778	761,987	920,446
全球有效供给 (考虑精矿库存)	280,778	365,399	389,257	399,800	430,092	541,421	650,470	755,474	917,040
需求 (吨, LCE)									
全球锂离子电池整体 (吨)	113,603	152,814	185,414	244,666	357,322	452,069	565,788	700,568	913,381
全球传统需求	101,358	103,295	105,493	102,468	108,292	110,904	113,573	116,352	119,272
全球年度总需求 (吨)	214,961	256,109	290,907	347,133	465,615	562,973	679,360	816,920	1,032,653
经调整的全球年度总需求 (吨)	243,207	241,336	308,988	381,856	507,173	602,586	728,721	894,734	1,111,031
供需平衡 (吨, LCE)									
实际资源供需 (LCE, 吨)	37,571	124,063	80,270	17,944	-77,081	-61,165	-78,252	-139,260	-193,991
过剩/短缺量与需求的比例	15.4%	51.4%	26.0%	4.7%	-15.2%	-10.2%	-10.7%	-15.6%	-17.5%

资料来源: 各公司公告, 五矿证券研究所预测

图表 25: 蓝科锂业的收入、业绩与锂产品价格高度相关



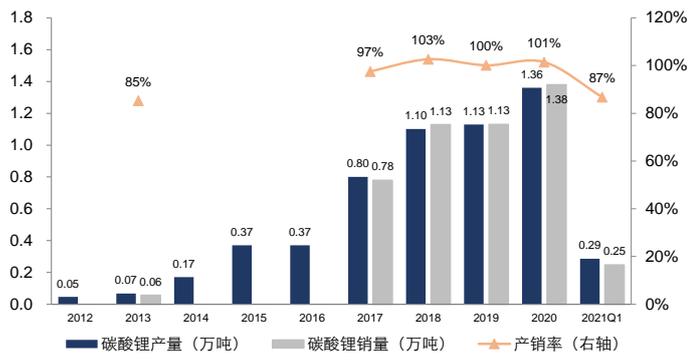
资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 26: 2020 年锂价低迷拖累蓝科盈利, 公司整体投资收益下滑



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 27: 蓝科锂业产能稳步爬坡且已达设计产能, 老线满产满销



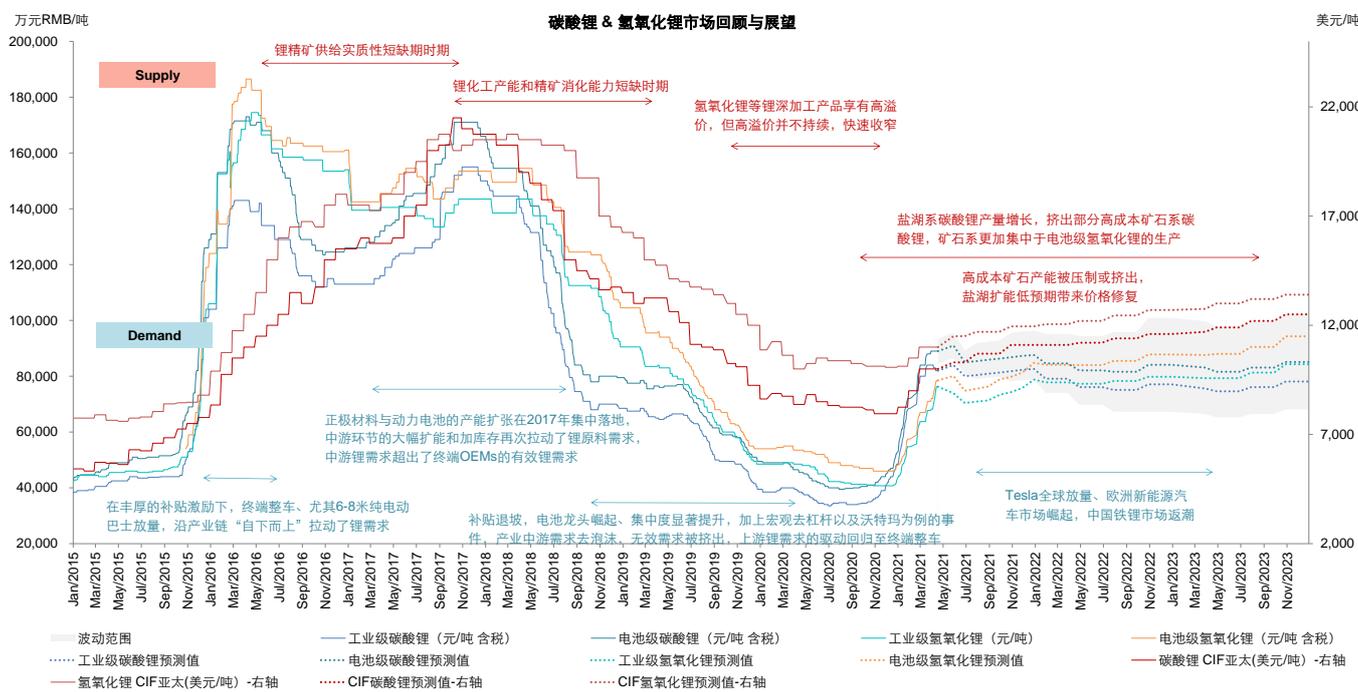
资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 28: 测算 2020 年蓝科锂业单吨营业成本已经低于 3 万元/吨



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 29: 2015-2020 年碳酸锂、氢氧化锂价格回顾, 以及对 2021-2023 年的价格展望

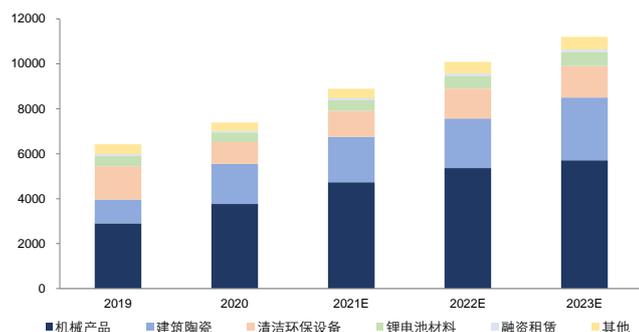


资料来源: 亚洲金属网, Fastmarkets, 五矿证券研究所测算

维持公司“买入”评级

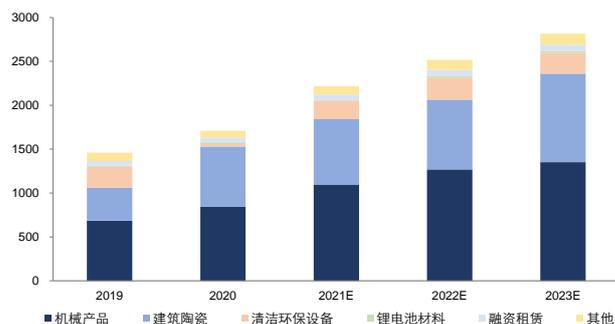
一季报业绩靓丽坚定了我们关于“岩板热潮及精细管理支撑公司陶瓷机械盈利增长、非洲建陶持续铺量增利、蓝科锂业有望迎来量价齐升”的判断(具体参见科达制造深度报告《陶机精进、非洲建陶拓成长、参股深耕蓝科锂理想》2021.03.30)。我们预计公司 2021-2023 年 eps 分别为 0.54 元、0.77 元、0.97 元, 维持“买入”评级。

图表 30: 公司营收结构预测 (单位: 百万元)



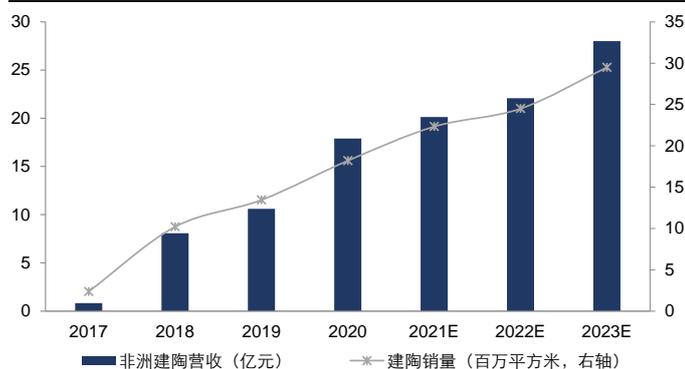
资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所预测

图表 31: 公司毛利润结构预测 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所预测

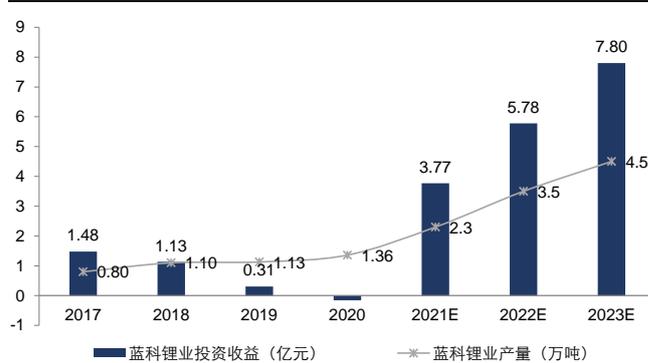
图表 32: 公司建陶业务将在未来随着产能投放快速放量



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所预测

*注: 公司仅披露了 2018-2020 年建陶产销量, 其余为估计/预测值

图表 33: 随着蓝科锂业的扩产完成, 预计公司投资收益将大幅提升



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所预测

风险提示

- 1、锂产品价格波动、海外经营及汇率波动风险、江苏科行诉讼风险；
- 2、海外疫情控制低预期、全球宏观经济基本面风险、全球地缘政治风险等。

主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,390	8,898	10,087	11,205
增长率(%)	15.1%	20.4%	13.4%	11.1%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	284	1,017	1,450	1,840
增长率(%)	138.4%	257.4%	42.6%	26.9%
每股收益(元)	0.151	0.538	0.768	0.974
净资产收益率 (%)	4.8%	14.6%	17.2%	17.9%

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,390	8,898	10,087	11,205	货币资金	1,447	1,258	2,840	4,718
营业成本	5,683	6,682	7,570	8,389	交易性金融资产	10	10	10	10
毛利	1,707	2,217	2,517	2,815	应收账款	1,150	2,025	2,149	2,227
%营业收入	23.1%	24.9%	25.0%	25.1%	存货	2,463	2,960	3,434	3,719
营业税金及附加	47	65	71	78	预付账款	298	455	492	519
%营业收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	1,720	1,637	1,675	1,816
销售费用	436	529	545	594	流动资产合计	7,089	8,345	10,601	13,009
%营业收入	5.9%	5.9%	5.4%	5.3%	可供出售金融资产				
管理费用	501	664	696	728	持有至到期投资				
%营业收入	6.8%	7.5%	6.9%	6.5%	长期股权投资	1,359	1,359	1,359	1,359
财务费用	189	26	19	-42	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	2.6%	0.3%	0.2%	-0.4%	固定资产合计	2,539	2,050	1,903	1,679
资产减值损失	-13	0	0	0	无形资产	424	464	480	501
公允价值变动收益	-3	0	0	0	商誉	972	972	972	972
投资收益	307	377	578	780	递延所得税资产	153	153	153	153
营业利润	583	1,195	1,683	2,159	其他非流动资产	848	974	1,099	1,231
%营业收入	7.9%	13.4%	16.7%	19.3%	资产总计	13,384	14,316	16,566	18,904
营业外收支	-113	77	77	77	短期贷款	1,030	423	297	0
利润总额	470	1,272	1,760	2,236	应付款项	1,938	2,211	2,576	2,831
%营业收入	6.4%	14.3%	17.5%	20.0%	预收账款	0	587	587	464
所得税费用	41	107	148	190	应付职工薪酬	159	168	200	222
净利润	429	1,165	1,612	2,046	应交税费	51	72	73	83
归属于母公司所有者的净利润	284	1,017	1,450	1,840	其他流动负债	2,427	1,914	2,235	2,661
少数股东损益	145	148	162	206	流动负债合计	5,604	5,374	5,969	6,261
EPS (元/股)	0.151	0.538	0.768	0.974	长期借款	799	799	799	799
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	17	17	17	17
					其他非流动负债	197	195	195	195
					负债合计	6,617	6,385	6,979	7,271
					归属于母公司	5,937	6,954	8,447	10,287
					少数股东权益	830	978	1,140	1,346
					股东权益	6,767	7,932	9,587	11,633
					负债及股东权益	13,384	14,316	16,566	18,904
					基本指标				
					EPS	0.151	0.538	0.768	0.974
					BVPS	3.14	3.68	4.47	5.45
					PE	46.53	21.06	14.77	11.64
					PEG	0.34	0.08	0.35	0.43
					PB	2.23	3.08	2.54	2.08
					EV/EBITDA	19.62	17.48	16.05	12.24
					ROE	4.8%	14.6%	17.2%	17.9%

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司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。因此,投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

	Ratings	Definitions
The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
	ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
	HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
	SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
	NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
	NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
	CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
 Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
 Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
 Postcode: 100037