

旭升股份 (603305.SH)

业绩持续高增，产能扩张稳步推进

核心观点:

- **公司披露 2021 年中报，上半年营业收入及归母净利润为 12.1、2.1 亿元，同比增长 82.4% 和 49.8%。**其中 2021Q2 营业收入及归母净利润分别为 7.1 亿元和 1.2 亿元，同比增速分别为 87.8% 和 34.7%。
- **非特斯拉客户占比提升，客户结构持续优化。**非特斯拉客户营收比例在 2019、2020 年和 2021 上半年占比分别为 46.3%、56.5% 和 59.6%。北极星、采埃孚、长城汽车和宁德时代等现均已成为公司的重要客户之一，其中对长城汽车 2021 年上半年实现销售额 5,730.3 万元，同比增长 242.2%，营收占比上升至 4.7%。
- **运费口径调整及原材料涨价致毛利率下降。**公司 2021 上半年毛利率为 29.4%，同比下降 5.8cpt。其中 21 年 Q2 毛利率为 29.6%，同比下降 6.9cpt，环比回升 0.4cpt，公司毛利率下滑主要与运费调整至营业成本有关，此外原材料成本上升也有一定影响。上半年净利率为 17.4%，同比下降 3.8cpt，其中 Q2 净利率为 17.1%，同比下降 6.8cpt。
- **产能扩张稳步推进，业绩增速有望持续。**根据环评文件，21 年锻造业务开始基本投产，预计年产 1235 万件底盘锻铝零部件；23 年挤压业务投产，预计年产挤压件 30000 吨，此外公司公告表示正在筹备可转债再融资事项，拟募集资金总额 13.5 亿元，投向“高性能铝合金汽车零部件项目”和“汽车轻量化铝型材精密加工项目”。
- **投资建议：**公司是业内少数同时掌握铸锻挤三大铝合金成型工艺及量产能力的企业，客户体系优质，中长期锻、挤业务存有大幅增长空间。我们预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.13、1.53、1.95 元/股。结合公司历史估值水平以及与可比公司经营质地差异，给予公司 21 年 38 倍 PE，合理价值为 42.99 元/股，首次给予“买入”评级。
- **风险提示：**一体化压铸减少锻挤市场空间；轻量化业务竞争加剧等。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,097	1,628	2,651	3,702	4,541
增长率 (%)	0.1	48.3	62.9	39.6	22.7
EBITDA (百万元)	323	490	691	909	1,129
归母净利润 (百万元)	207	333	506	683	873
增长率 (%)	-29.7	61.1	52.0	35.0	27.9
EPS (元/股)	0.52	0.74	1.13	1.53	1.95
市盈率 (P/E)	65.83	42.03	32.16	23.83	18.64
ROE (%)	13.3	10.0	12.2	13.3	13.7
EV/EBITDA	42.19	27.37	23.06	17.24	13.57

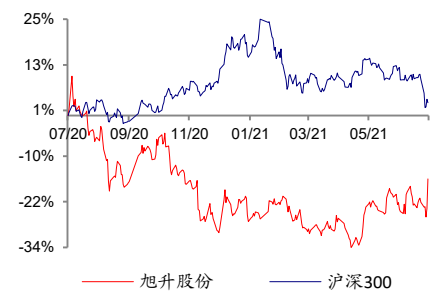
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	36.39 元
合理价值	42.99 元
报告日期	2021-08-01

相对市场表现



分析师:

闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师:

李爽



SAC 执证号: S0260519070003



021-38003684



fzlishuang@gf.com.cn

分析师:

张乐



SAC 执证号: S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

分析师:

邓崇静



SAC 执证号: S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

请注意，闫俊刚、张乐、李爽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、21年上半年营收同比增速 82.35%，归母净利润同比增速 49.84%	4
二、产能扩张稳步推进，轻量化业务维持高增长	6
（一）汽车用铝市场扩容，需求结构引领变局	6
（二）市场需求旺盛，公司快速的产能扩张有望维持业绩的高增速	7
三、产品布局紧跟需求，客户矩阵持续优化	8
四、盈利预测和投资建议	10
五、风险提示	12

图表索引

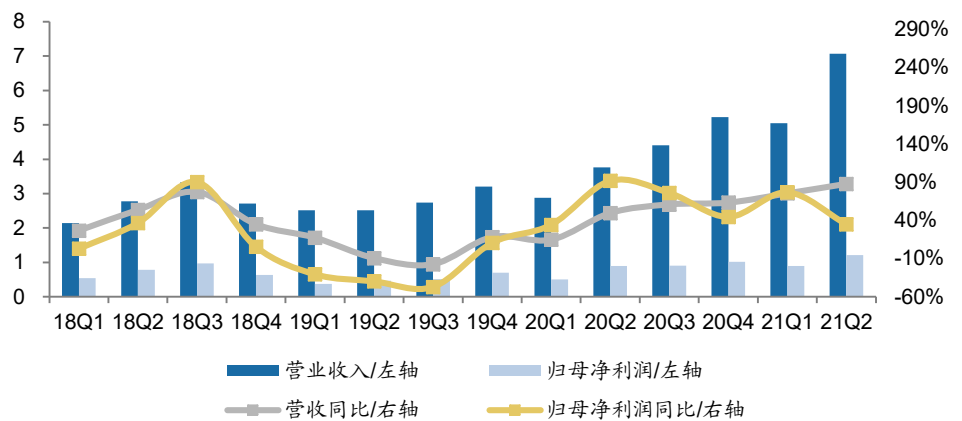
图 1: 公司单季度营收、归母净利润 (亿元) 及同比增速.....	4
图 2: 公司单季度毛利率、净利率及期间费用率.....	5
图 3: 公司单季度销售、管理、研发及财务费用率.....	5
图 4: 中国 2020-2025 年节能减耗目标.....	6
图 5: 中国汽车总用铝量 (百万吨).....	6
图 6: 乘用车用铝量及占比 (百万吨).....	7
图 7: 汽车用铝增量结构 (百万吨).....	7
图 8: 可比各公司固定资产周转率.....	8
图 9: 可比各公司带息负债率.....	8
图 10: 投资活动的净现金流/营业收入.....	8
图 11: 经营活动的净现金流/营业收入.....	8
图 12: 旭升股份三大工艺下游产品.....	9
图 13: 特斯拉对公司的营收贡献 (万元).....	9
图 14: 非特斯拉客户营收贡献 (万元) 及营收占比.....	10
图 15: 公司 PE TTM 估值 (倍).....	12
表 1: 公司主要业务拆分表 (百万元).....	11
表 2: 可比公司估值 (对应 7 月 30 日收盘价).....	12

一、21年上半年营收同比增速 82.35%，归母净利润同比增速 49.84%

根据中报，公司2021年上半年维持高增长势头，营业收入及归母净利润分别为12.1亿元和2.1亿元，同比增速分别为82.4%和49.8%。其中2021Q2营业收入及归母净利润分别为7.1亿元和1.2亿元，同比增速分别为87.8%和34.7%。

公司主营业务收入维持高增速主要受益于特斯拉、采埃孚、长城汽车、宁德时代等多个客户订单持续放量。其中对特斯拉实现销售收入48,901.8万元，同比增长50.2%，营收占比40.4%；对长城汽车实现销售额5,730.3万元，同比增长242.2%，营收占比上升至4.7%。未来随着多个客户新品的量产及公司产能的爬坡，公司营收规模将进一步增长。

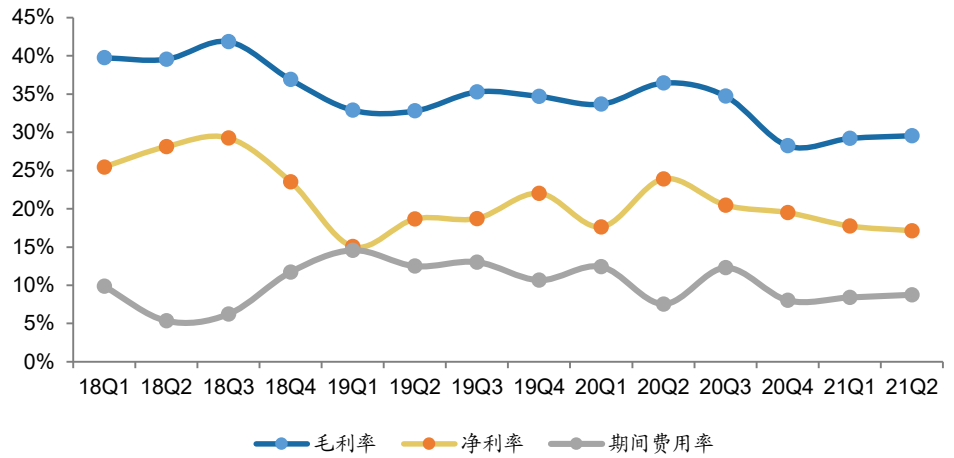
图 1：公司单季度营收、归母净利润（亿元）及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

公司2021上半年毛利率为29.4%，同比下降5.8pct。其中21年Q2毛利率为29.6%，同比下降6.9pct，环比回升0.4pct。毛利率同比下降主要是受到新收入准则将运费调整至营业成本影响，此外原材料合金铝的市场价格上涨也有一定影响。公司21年上半年净利率为17.4%，同比下降3.8%，其中Q2净利率为17.1%，同比下降6.8%。公司21年上半年期间费用率为8.6%，同比下降1.1%，公司费用管控水平持续提升。

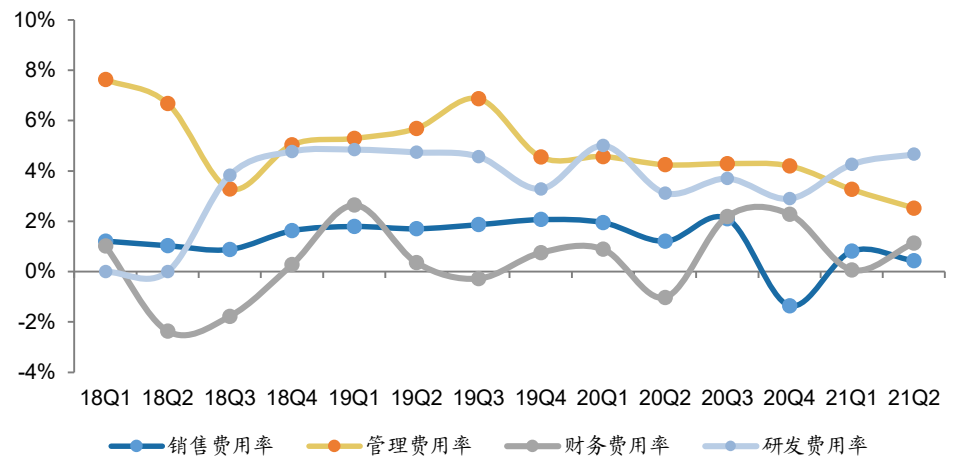
图 2: 公司单季度毛利率、净利率及期间费用率



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

在费用端, 2021Q2销售费用率为0.4%, 同比下降0.8pct, 环比下降0.4pct, 同比下降原因主要系新收入准则影响。公司2021Q2管理费用率、财务费用率分别为2.5%和1.1%, 同比下降1.7pct和上升2.2pct, 其中管理费用率下降系管理费用增速低于公司营收增速所致, 财务费用率变动主要系汇兑损益大幅增加所致。公司2021Q2研发费用率为4.7%, 同比上升1.5pct, 环比上升0.4pct, 企业研发投入较2020年持续提升。

图 3: 公司单季度销售、管理、研发及财务费用率



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

二、产能扩张稳步推进，轻量化业务维持高增长

(一) 汽车用铝市场扩容，需求结构引领变局

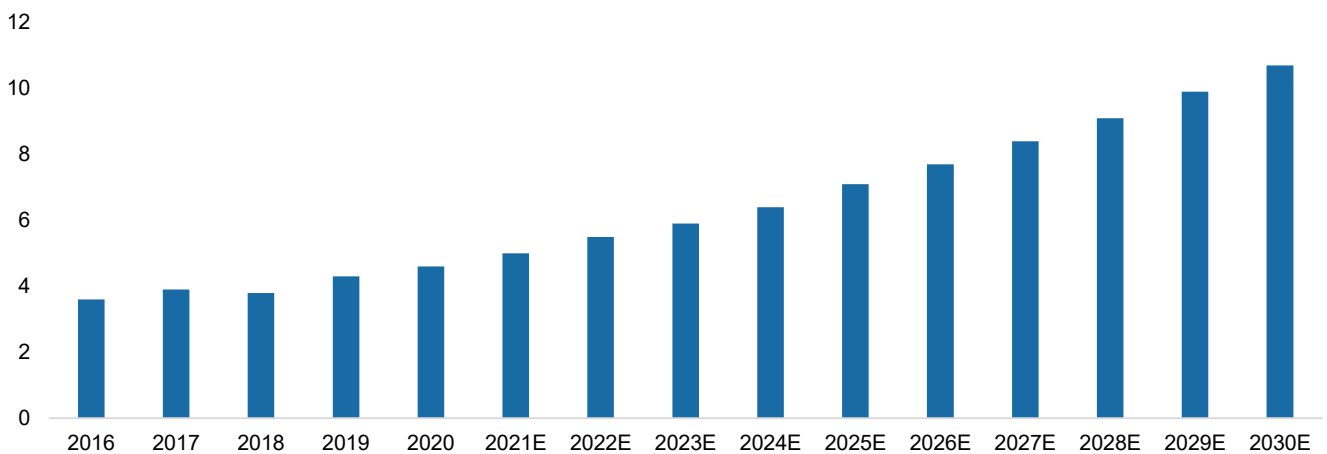
汽车轻量化铝制品市场快速扩容。国际铝协预计2020-2025年中国汽车用铝总量复合增速为9.07%，汽车铝制品产品覆盖面也在拓展，按《节能与新能源汽车技术路线图》提出的铝替代顺序，动力总成、热管理系统部分的铝制品领跑汽车轻量化上半场，下半场增量产品在车身与底盘。

图 4：中国2020-2025年节能减耗目标



数据来源：《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》、广发证券发展研究中心

图 5：中国汽车总用铝量（百万吨）



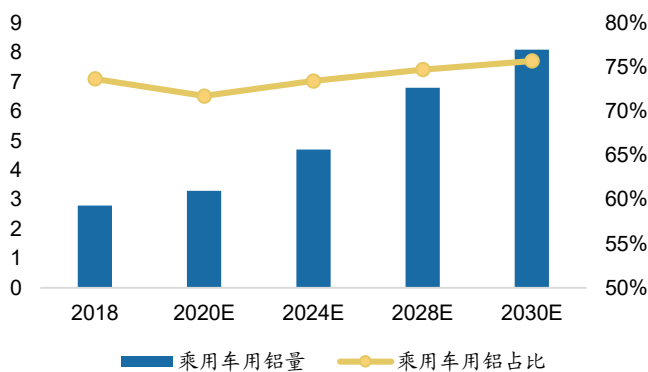
数据来源：国际铝协、广发证券发展研究中心

电气化趋势明朗，新能源汽车推动轻量化铝制品迎来快速发展期。从产品变更

来说，传统能源汽车与新能源汽车的轻量化铝零部件存在较大差异。以动力总成部分为例，专注新能源动力总成的旭升股份产品主要是驱动壳体、电池盒、定子罩等，而专注传动能源汽车动力总成的派生科技产品主要是油底壳、发动机前盖、差速器等。

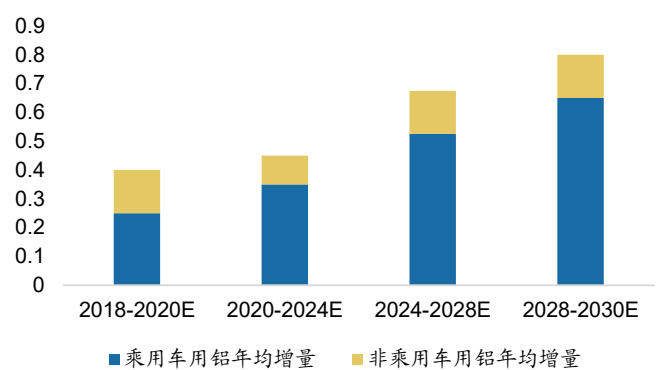
具有新产品结构的“新势力”供应商紧跟需求趋势，将在轻量化的浪潮中占据先发优势。相较于产品结构繁杂，新能源产品占比不高的传统制造企业，“新势力”企业具有产品结构集中，专注新能源产品的特征。面对电气化趋势，“新势力”享受增速红利的同时无需考虑产品转型问题，在业务扩张角度占据先机。

图 6：乘用车用铝量及占比（百万吨）



数据来源：国际铝协，广发证券发展研究中心

图 7：汽车用铝增量结构（百万吨）



数据来源：国际铝协，广发证券发展研究中心

（二）市场需求旺盛，公司快速的产能扩张有望维持业绩的高增速

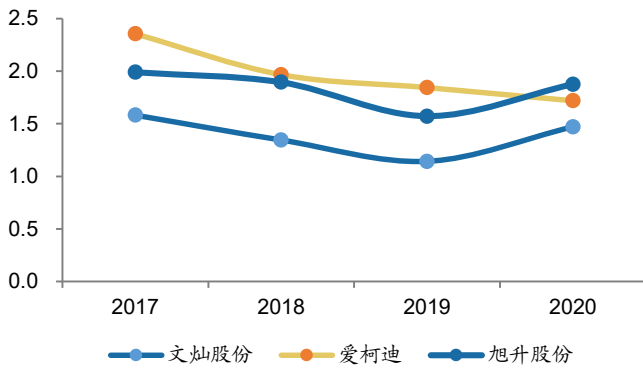
汽车用铝产业具有明显的资本密集型特征，2020年公司的在建工程及固定资产总额占资产比例为40.5%，企业营收与固定资产变动高度相关，2017-2020年间旭升股份、文灿股份和爱柯迪三家汽车铝压铸业的上市公司的营收增长率分别为：120.3%、67.1%和19.1%，对应固定资产原值的增长率分别为：113.2%、93.3%和73.7%，呈现营收与固定资产原值同比增长的特征。另一方面，从固定资产周转率来看，公司保持着平均1.9的业内高周转率，在扩产后周转率能迅速回升，表明公司扩产时对于新订单的增量有较大的把握。

根据中报，公司拟筹划公开发行可转换公司债券事宜，拟募集资金总额13.5亿元，募集资金投向为“高性能铝合金汽车零部件项目”和“汽车轻量化铝型材精密加工项目”。项目的实施将进一步深化公司在新能源汽车领域的布局，有利于巩固公司在铝合金零部件领域的市场龙头地位，更好的把握市场机遇。

在自有资金再投资角度，公司的自由现金流和财务结构支持企业进行进一步的投资。从有息负债率来看，公司的财务结构非常灵活，2020年有息负债率仅为2.9%，近三年的大幅度变化是因为18年发行可转债为锻铝工艺融资，并迅速完成回购。从

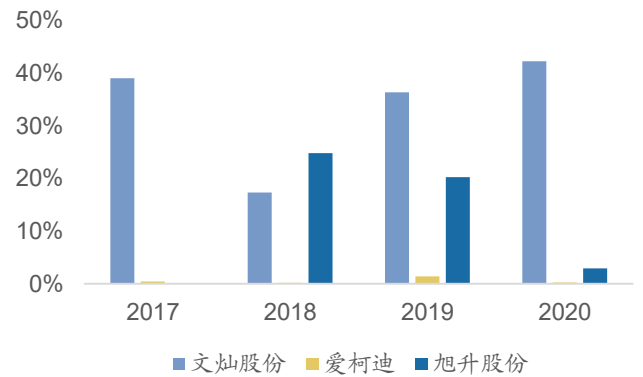
投资效率来看，2017-2020年，旭升投资活动的净现金流/营业收入比例常年以大幅度领先同行，而19年投资现金流高达营业收入的60%以上。从扩张活动的可持续性来说，旭升经营活动的净现金流入占营业收入比例仍然保持行业领先，说明公司变现能力超强，为持续的产能扩张打下了坚实的基础。

图 8：可比各公司固定资产周转率



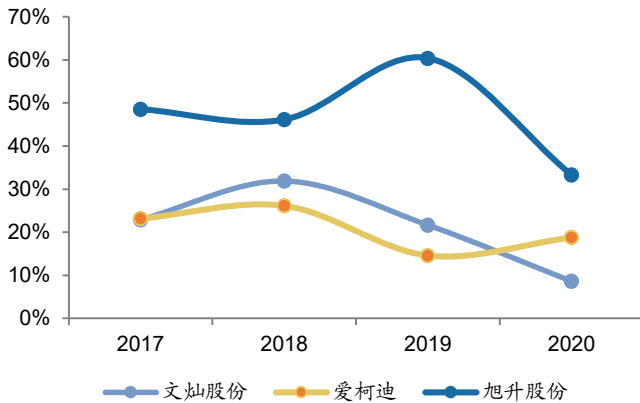
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 9：可比各公司带息负债率



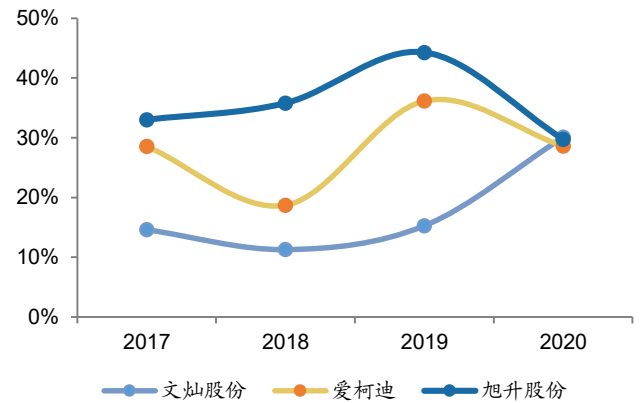
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 10：投资活动的净现金流/营业收入



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 11：经营活动的净现金流/营业收入



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

三、产品布局紧跟需求，客户矩阵持续优化

公司是业内少数同时掌握铸锻挤三大铝合金成型工艺及量产能力的企业，客户体系优质，定位中高端定位的新能源汽车。

旭升目前主要产品为轻量化压铸铝制品，应用场景集中在新能源领域，在电气化的大趋势下订单增速高于同业。据DuckerFrontier测算，每一辆燃油车的销量转移到新能源车型都会带来178.7kg配套铝零部件的需求净增长。从营业收入来看，旭升

股份、文灿股份和爱柯迪三年内的营收复合增速分别为30.11%、18.68%和6.01%。

历经可转债和非公开定向增发，公司完成多工艺产品布局。锻、挤铝制品的生产能力使得公司基本覆盖汽车动力系统、底盘系统、电池系统最核心的铝合金产品，可以满足新能源汽车轻量化铝制品的一站式需求。

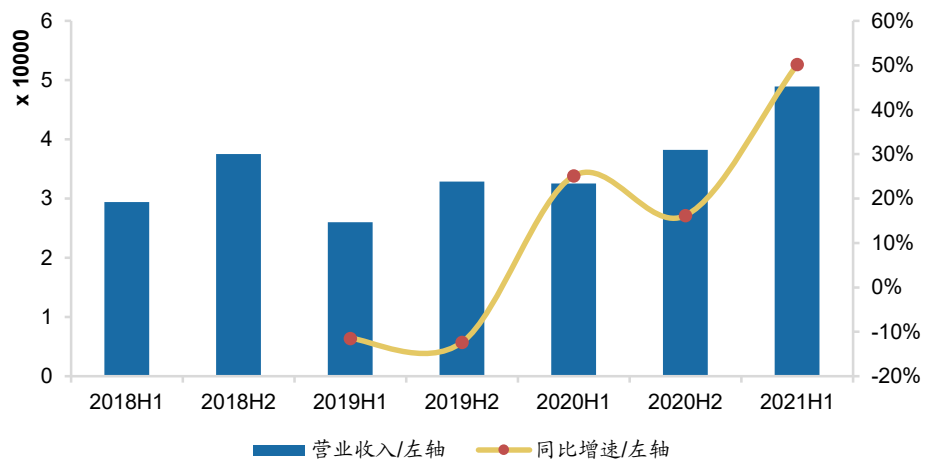
图 12: 旭升股份三大工艺下游产品



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

公司与特斯拉为客户矩阵的扩张基点，合作不断深入。公司于2019、2020年对特斯拉分别实现了5.9、7.1亿元的销售额，21年上半年实现销售收入4.9亿元，同比增长50.2%。

图 13: 特斯拉对公司的营收贡献 (万元)

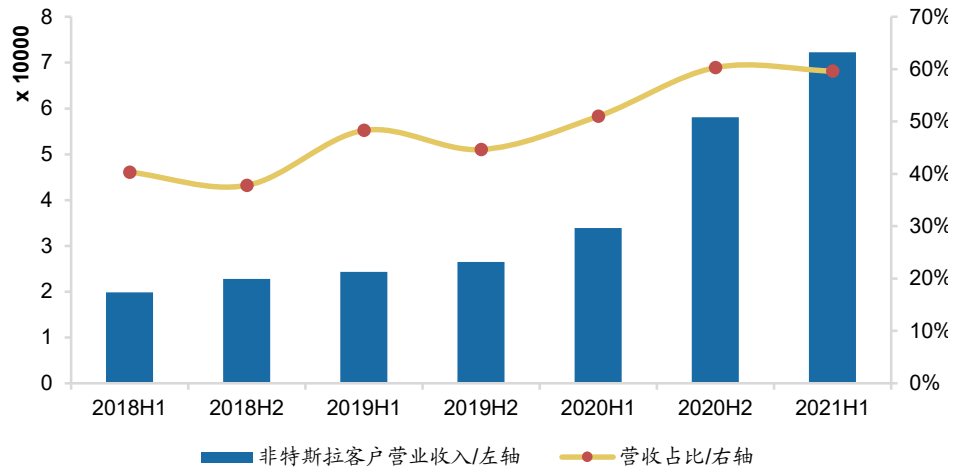


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

利用特斯拉的示范作用，公司持续获取新客户，逐渐形成了优质的客户体系。自2020年顺利通过德国宝马、德国大众、博世等客户供应商资格认证，取得戴姆勒、理想汽车、亿纬锂能等新客户的多个产品定点后，2021年上半年公司进一步加大对挤出产品的市场开拓力度，顺利获得大众MEB平台电池包零部件产品的定点。公司重视新能源汽车电池包业务的开拓，截至目前，已取得宁德时代、亿纬锂能、赛科利等多个客户电池包零部件项目，为挤出工厂建成投产储备了客户基础。

来自非特斯拉客户的营收比例稳步上升，2019、2020年和2021上半年占比分别为46.3%，56.5%和59.6%。其中2020年公司对采埃孚销售额达1.4亿元，同比增长175.9%，占营收比例上升为8.6%，同期公司对北极星实现销售额1.1亿元，同比增长48.2%，营收占比上升至7.0%。2021年上半年对长城汽车实现5,730.3万元，同比增长242.2%，营收占比上升至4.7%。

图 14：非特斯拉客户营收贡献（万元）及营收占比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

公司主要从事精密铝合金汽车零部件和工业铝合金零件的研发、生产、销售，产品主要应用于新能源汽车。在轻量化、电气化的趋势下汽车用铝市场持续扩容，企业营业收入存在大幅度增长空间。

主营业务核心假设：今年下半年及之后铝合金原材料价格逐步下降回到正常水平，新增锻、挤业务参考2018年债券募集说明书，由于新产品在品质、技术、工艺、人员方面高于铸件水平，毛利率较高，但考虑到产能仍处于逐步爬坡之中，未能完全释放，我们预测2021-2023年锻造、挤压业务产品毛利率如下表。

(1)公司的铝压铸业务集中于新能源汽车产品,受益于新客户订单的高增,21、

22年维持高增速，此后将随新能源汽车市占率和单车用铝量提升而持续增长。我们预计公司2021-2023年压铸铝业务实现收入20.8、28.1、34.9亿元，同比增速45.8%、35.0%、24.2%。

(2) 作为公司新增长点，锻铝业务于2021年基本投产，根据环评信息，2021-2023年年初的满产产能分别为500、1185和1185万件，按照产能利用率27%、30%和35%测算，我们预计公司2021-2023年锻造铝业务实现收入1.6、4.2和4.9亿元。

(3) 铝挤压业务投产陆续，将带动公司营收增长，我们预计公司2021-2023年挤压铝业务实现收入2.0、2.5和3.3亿元。

(4) 三大工艺陆续推进，压铸业务稳定增长，锻、挤业务随产能释放快速放量，共同助力公司业绩发展。我们预计公司2021-2023年营业收入实现收入26.5、37.0、45.4亿元，同比增速62.9%、39.6%、22.7%，毛利率31.6%、32.6%、33.5%。

表 1: 公司主要业务拆分表 (百万元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	569.10	738.89	1,095.59	1,097.20	1,627.5	2,651.3	3,701.9	4,541.1
yoy	62.3%	29.8%	48.3%	0.2%	48.3%	62.9%	39.6%	22.7%
毛利率	49.4%	44.4%	39.7%	34.0%	32.9%	31.6%	32.6%	33.5%
汽车-压铸铝业务								
收入	387.6	539.8	868.4	907.1	1427.2	2080.9	2809.2	3489.0
yoy	108.3%	39.3%	60.9%	4.5%	57.3%	45.8%	35.0%	24.2%
毛利率	57.2%	49.0%	41.6%	33.2%	32.8%	33.0%	33.0%	33.0%
汽车-锻造铝业务								
收入						158.76	418.07	487.75
满产产能 (万件)						500	1185	1185
产能利用率						27.0%	30.0%	35.0%
毛利率						25.0%	30.0%	35.0%
汽车-挤压铝业务								
收入						200.0	250.0	325.5
Yoy							25.0%	30.2%
毛利率						20.0%	30.0%	35.0%
非汽车-铝压铸件								
收入	176.45	192.96	219.47	182.11	190.7	199.7	209.6	220.1
yoy	9.6%	9.4%	13.7%	-17.0%	4.7%	4.7%	5.0%	5.0%
毛利率	30.9%	30.0%	29.8%	35.1%	30.7%	31.0%	31.0%	31.0%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

与可比公司相比，公司是国内极少数同时掌握铸锻挤三大铝合金成型工艺及量产能力的企业，受益于汽车行业轻量化趋势及技术工艺升级，同时深耕新能源汽车

高增长赛道，我们认为公司更具有良好的持续成长能力。从财务指标上看，公司在毛利率、EBIT率都处于行业前列，受益于优秀的管理能力，公司净利率领先更加明显。

我们预计公司21-23年EPS分别为1.13、1.53、1.95元/股。结合公司历史估值水平以及与可比公司经营质地差异，给予公司21年38倍PE，合理价值为42.99元/股，首次给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值 (对应7月30日收盘价)

可比公司	EPS (元/股)			PE/倍		
	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
爱柯迪	0.50	0.66	0.84	31.51	20.22	15.90
文灿股份	0.32	1.23	1.79	84.60	25.76	17.74

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 15: 公司PE TTM估值 (倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

五、风险提示

一体化压铸或对锻挤业务市场空间产生影响。一体式压铸由于所有零件一次压铸成型，能够实现在厂内直接供货；而传统车身的制造工艺，按照冲压-焊装-涂装-总装的流程开展，内部的结构件由供应商负责制造、主机厂采购，一体化压铸工艺或对传统零部件供货商产生影响。

原材料市场价格波动的风险。公司产品的主要原材料为合金铝，公司依据客户订单进行生产排期，并进行原材料的采购。若合金铝的市场价格出现大幅波动，则会对公司产品的生产成本产生影响。

中美贸易摩擦的风险。公司存在一定规模外销收入，涉及国家主要是美国。若未来中美贸易摩擦加剧、贸易壁垒提高、外销客户因贸易保护政策而减少订单等，则公司的经营业绩和财务状况将受到不利影响。

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	883	2,389	2,740	3,389	3,941	
货币资金	368	688	600	820	1,000	
应收及预付	192	434	597	822	1,080	
存货	298	434	695	889	993	
其他流动资产	25	832	847	858	868	
非流动资产	1,614	2,204	3,000	3,485	3,899	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	746	988	1,374	1,711	2,000	
在建工程	635	870	1,216	1,293	1,354	
无形资产	213	268	333	404	468	
其他长期资产	19	77	77	77	77	
资产总计	2,497	4,592	5,740	6,874	7,840	
流动负债	496	1,177	1,819	2,271	2,364	
短期借款	0	100	261	223	55	
应付及预收	442	896	1,316	1,710	1,903	
其他流动负债	53	181	243	338	406	
非流动负债	449	88	88	88	88	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	394	0	0	0	0	
其他非流动负债	54	88	88	88	88	
负债合计	944	1,265	1,907	2,359	2,452	
股本	401	447	447	447	447	
资本公积	385	1,809	1,809	1,809	1,809	
留存收益	704	1,037	1,847	2,853	4,064	
归属母公司股东权益	1,553	3,323	4,133	5,139	6,350	
少数股东权益	0	4	4	4	4	
负债和股东权益	2,497	4,592	5,740	6,874	7,840	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	1,097	1,628	2,651	3,702	4,541	
营业成本	724	1,093	1,812	2,496	3,020	
营业税金及附加	5	8	16	22	27	
销售费用	21	12	32	74	91	
管理费用	61	70	106	167	204	
研发费用	47	58	119	178	227	
财务费用	9	20	-1	1	-7	
资产减值损失	-7	-3	0	0	0	
公允价值变动收益	0	8	0	0	0	
投资净收益	4	9	5	7	9	
营业利润	241	388	585	790	1,010	
营业外收支	-1	0	3	4	5	
利润总额	240	387	588	794	1,015	
所得税	33	54	82	111	142	
净利润	207	333	506	683	873	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	207	333	506	683	873	
EBITDA	323	490	691	909	1,129	
EPS (元)	0.52	0.74	1.13	1.53	1.95	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	486	484	673	887	912	
净利润	207	333	506	683	873	
折旧摊销	83	102	125	144	157	
营运资金变动	169	22	42	60	-111	
其它	27	27	1	1	-7	
投资活动现金流	-296	-1,288	-913	-617	-557	
资本支出	-662	-542	-919	-624	-566	
投资变动	360	-760	0	0	0	
其他	6	14	5	7	9	
筹资活动现金流	-210	1,135	152	-50	-175	
银行借款	0	344	161	-38	-168	
股权融资	0	1,042	0	0	0	
其他	-210	-250	-9	-12	-7	
现金净增加额	-20	320	-88	220	180	
期初现金余额	385	365	688	600	820	
期末现金余额	365	686	600	820	1,000	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	0.1%	48.3%	62.9%	39.6%	22.7%
营业利润增长	-29.6%	61.0%	51.0%	35.0%	27.9%
归母净利润增长	-29.7%	61.1%	52.0%	35.0%	27.9%
获利能力					
毛利率	34.0%	32.9%	31.6%	32.6%	33.5%
净利率	18.8%	20.4%	19.1%	18.4%	19.2%
ROE	13.3%	10.0%	12.2%	13.3%	13.7%
ROIC	10.6%	9.7%	11.1%	12.3%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	37.8%	27.5%	33.2%	34.3%	31.3%
净负债比率	60.8%	38.0%	46.1%	45.9%	38.6%
流动比率	1.78	2.03	1.51	1.49	1.67
速动比率	1.16	1.65	1.11	1.09	1.23
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.35	0.46	0.54	0.58
应收账款周转率	5.99	3.86	4.59	4.66	4.34
存货周转率	3.69	3.75	3.81	4.16	4.57
每股指标 (元)					
每股收益	0.52	0.74	1.13	1.53	1.95
每股经营现金流	1.21	1.08	1.51	1.98	2.04
每股净资产	3.88	7.43	9.24	11.49	14.20
估值比率					
P/E	65.83	42.03	32.16	23.83	18.64
P/B	8.76	4.21	3.94	3.17	2.56
EV/EBITDA	42.19	27.37	23.06	17.24	13.57

广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，11年卖方研究经验，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13年汽车产业工作经历，7年卖方研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 徐鸣爽：研究助理，波士顿大学经济学硕士，复旦大学文学学士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfbzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。