

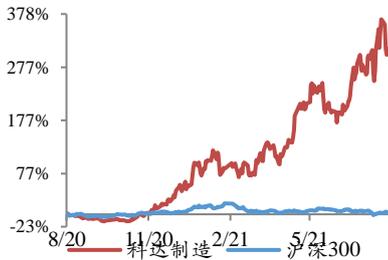
主业经营改善显成效，蓝科锂业量价齐升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-15

收盘价(元)	18.73
近12个月最高/最低(元)	21.45/3.97
总股本(百万股)	1,888
流通股本(百万股)	1,577
流通股比例(%)	83.52
总市值(亿元)	354
流通市值(亿元)	295

公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

联系人：别依田

执业证书号：S0010120080027

邮箱：bieyt@hazq.com

相关报告

- 1.《科达制造深度报告：陶机龙头开拓非洲，蓝科锂业低成本扩张》2021-3-15
- 2.《科达制造专题报告：蓝科锂业盈利敏感性分析》2021-3-26
- 3.《科达制造年报及一季报点评：主业经营改善超预期，蓝科低成本扩张》2021-4-27

主要观点：

- **业绩：**公司2021H1营收45.58亿元，同比增长47.72%；归母净利润4.09亿元，同比增长406.40%；扣非归母净利润3.61亿元，同比增长692.82%；毛利率24.51%；净利率13.08%。其中2021Q2营收24.46亿元，环比增长15.8%；归母净利润2.19亿元，环比增长14.7%；扣非归母净利润1.83亿元，环比增长2.8%。
- **主业经营改善显成效，蓝科贡献环比大增**
2021H1公司毛利率与净利率分别为24.51%与13.08%，相较于2020年的23.10%与5.81%大幅改善；其中2021Q2毛利率与净利率分别为24.33%与12.76%，主要由营收增长带动净利提升。主业整体经营改善显著，参股公司蓝科锂业量价齐升，贡献环比大增。**2021Q2对联营企业和合营企业的投资收益0.77亿，环比增长135.5%，主业利润约1.74亿，环比增长10%。**
- **蓝科锂业碳酸锂量价齐升，低成本扩张迎锂价上行周期**
蓝科锂业原有1万吨工业级碳酸锂名义产能，对应实际产能约1.4万吨，新增2万吨/年电池级碳酸锂项目部分环节已于4月试车，名义总产能达到3万吨。**2021H1蓝科锂业营收5.07亿元，净利2.34亿元；实现碳酸锂产量0.85万吨，销量0.74万吨，对应单吨净利3.15万元/吨。**预计21/22年碳酸锂销量分别为2.4/4.0万吨，完全成本分别为3.10/2.90万元/吨，假设9/12万元/吨含税单价，**21/22年蓝科净利将达到9.92/26.25亿，对应科达投资收益为4.32/11.41亿元。碳酸锂售价每拾升1万元/吨，21/22年科达制造投资收益增厚0.82/1.31亿元。**
- **陶机业务营收大增，非洲陶瓷业务高速发展，锂电石墨化释放产能**
主营建材机械稳定排产逐步释放业绩，2021H1营收28.69亿，同比大增100.1%。非洲建筑陶瓷业务新增产线投入运营，保持高速增长势头，2021H1公司在加纳、肯尼亚、塞内加尔的三家子公司合计净利为3.28亿元，同比增长107.6%；目前在非洲已规划加纳陶瓷厂四期五线、肯尼亚基苏木工厂，以及喀麦隆、科特迪瓦等国的建筑陶瓷项目，预计将于2022年内陆续投产。**安徽科达人造石墨产线释放产能，福建科华石墨化一线于2021年7月投产，二/三线预计2022年3月底建成投产。**
- **投资建议：**基于公司机械设备业务大幅改善、非洲业务高速增长，以及蓝科锂业碳酸锂新建产能稳步进行、价格持续上涨，我们上调21/22/23年归母净利润分别为9.10/15.30/16.31亿，对应PE分别为39/23/22倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产能进展不及预期；产品价格下跌；陶机及海外陶瓷业务发展不及预期。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7390	9360	10218	11197
收入同比(%)	15.1%	26.7%	9.2%	9.6%
归属母公司净利润	284	910	1530	1631
净利润同比(%)	138.4%	219.9%	68.2%	6.6%
毛利率(%)	23.1%	24.4%	24.4%	24.7%
ROE(%)	4.8%	13.0%	17.4%	15.2%
每股收益(元)	0.17	0.48	0.81	0.86
P/E	46.53	38.87	23.11	21.68
P/B	2.23	5.04	4.02	3.30
EV/EBITDA	19.62	37.07	30.27	24.33

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 经营改善显成效，蓝科贡献环比大增	4
2 蓝科锂业量价提升，低成本扩张迎锂价上行周期	6
3 非洲业务维持高速增长.....	9
风险提示:	10
财务报表与盈利预测	11

图表目录

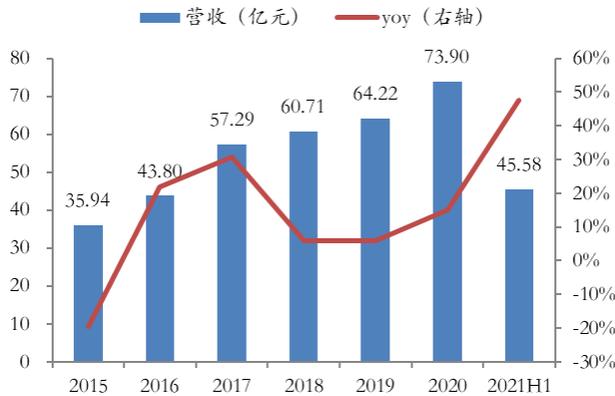
图表 1 公司营收情况	4
图表 2 公司分季度营收情况	4
图表 3 公司归母净利情况	4
图表 4 公司分季度归母净利情况	4
图表 5 公司毛利率及净利率情况	5
图表 6 公司分季度毛利率及净利率情况	5
图表 7 公司分业务营收情况	5
图表 8 公司分业务毛利情况	5
图表 9 公司期间费用情况	6
图表 10 公司分季度期间费用情况	6
图表 11 蓝科锂业营收及净利情况	6
图表 12 蓝科锂业产销情况	6
图表 13 蓝科锂业盈利预测	7
图表 14 2021 年蓝科锂业净利润敏感性测算 (亿元)	7
图表 15 2021 年蓝科锂业对科达制造投资收益敏感性测算 (亿元)	8
图表 16 2022 年蓝科锂业净利润敏感性测算 (亿元)	8
图表 17 2022 年蓝科锂业对科达制造投资收益敏感性测算 (亿元)	8
图表 18 公司在非洲子公司净利润情况 (亿元)	9
图表 19 公司在非洲陶瓷业务分布情况	10

1 经营改善显成效，蓝科贡献环比大增

公司 2021H1 营收 45.58 亿元，同比增长 47.72%；归母净利 4.09 亿元，同比增长 406.40%；扣非归母净利 3.61 亿元，同比增长 692.82%；毛利率 24.51%；净利率 13.08%。其中 2021Q2 营收 24.46 亿元，环比增长 15.8%；归母净利 2.19 亿元，环比增长 14.7%；扣非归母净利 1.83 亿元，环比增长 2.8%。

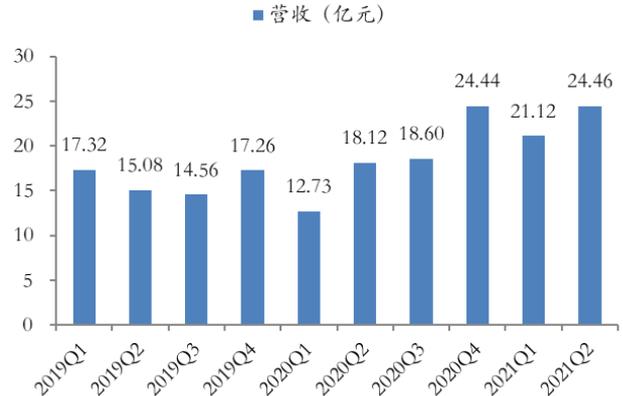
2021Q2 公司营收增长带动净利提升，蓝科贡献环比翻倍。公司主营建材机械稳定排产逐步释放业绩，海外建筑陶瓷业务新增产线投入运营，保持稳定增长势头；战略投资板块，参股公司蓝科锂业经营的碳酸锂业务量价齐升，净利润同比大幅提升。**2021Q2 对联营企业和合营企业的投资收益 0.77 亿，环比增长 135.5%，主业利润约 1.74 亿，环比增长 10%。**

图表 1 公司营收情况



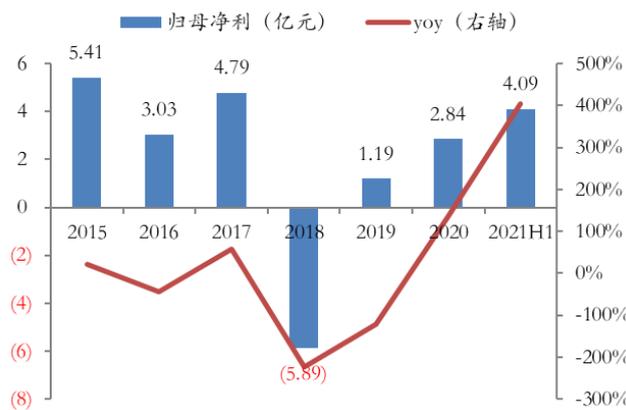
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司分季度营收情况



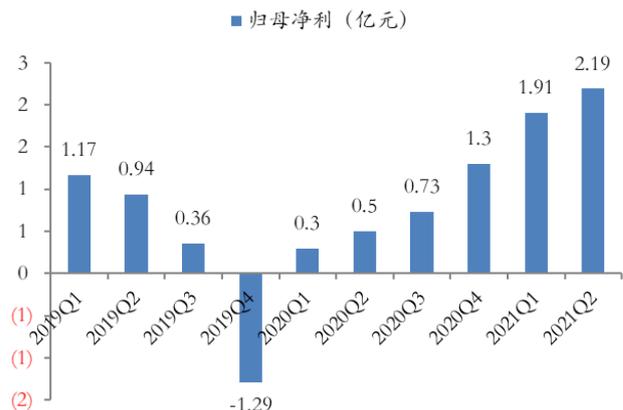
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司归母净利情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司分季度归母净利情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司分季度毛利率及净利率情况

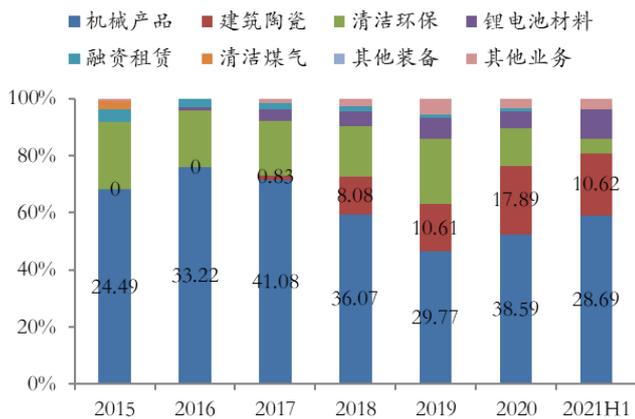


资料来源: wind, 华安证券研究所

陶机设备营收大幅增长, 海外陶瓷业务持续高速发展。公司的机械产品主要指建筑陶瓷机械, 2021H1 营收 28.69 亿, 同比增长 100.1%; 毛利率 18.47%, 同比减少 0.66pct, 受到了原材料涨价影响略有下降。建筑陶瓷主要对应海外的陶瓷业务, 2021H1 营收 10.62 亿, 同比增长 23.7%; 毛利率 45.61%, 同比增加 12.02pct。其余还有清洁环保、融资租赁和其他装备等, 但占比缩小。公司锂电材料营收为负极业务贡献, 主要的盈利点锂盐业务通过参股公司蓝科锂业布局, 并不体现在主营业务拆分中。

锂电石墨化释放产能进入良性发展。在锂电需求高涨, 供给紧张的背景下, 负极石墨化产能紧俏盈利走高。科达子公司安徽科达人造石墨生产线开始逐步释放产能, 产品已应用于电子消费类、储能类、动力类电池; 福建科华石墨化装置生产线一线于 2021 年 7 月开始正常投产, 产量将于下半年逐步提升; 石墨化装置生产线二线、三线预计将于 2022 年 3 月底建成投产。

图表 7 公司分业务营收情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

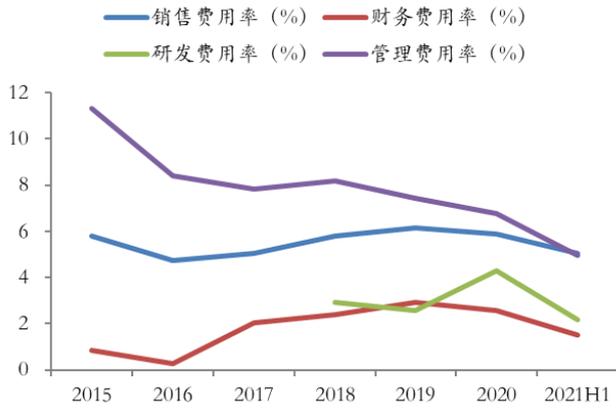
图表 8 公司分业务毛利情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

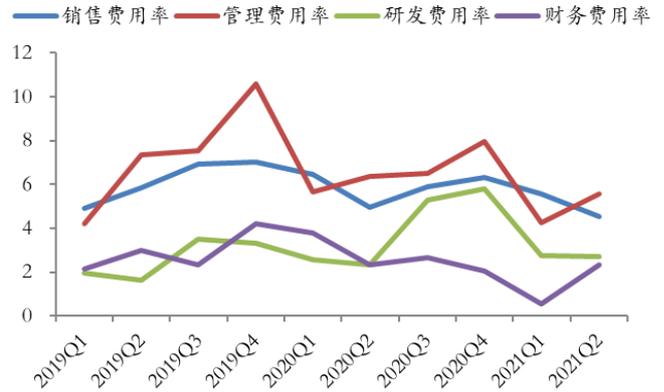
公司 2021H1 费用率大幅下降, 其中 Q2 略有回升。2021H1 公司总期间费用率为 14.23%, 同比下降 2.74pct; 其中 21Q2 期间费用率为 15.13%, 环比上升 1.96pct。21Q2 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 4.54%、5.56%、2.70%、2.33%, 环比下降 1.05 pct、上升 1.30 pct、下降 0.05 pct、上升 1.76pct。

图表 9 公司期间费用情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司分季度期间费用情况

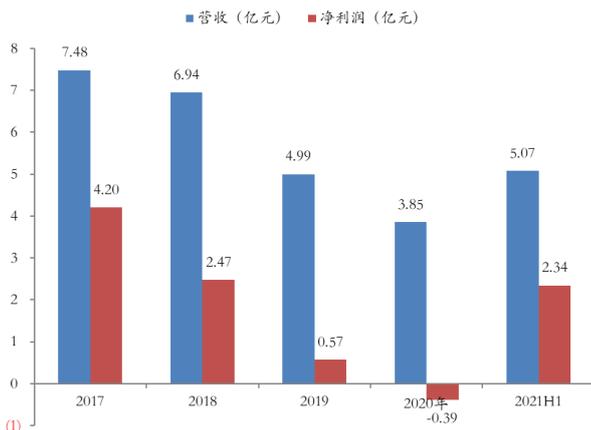


资料来源: wind, 华安证券研究所

2 蓝科锂业量价提升, 低成本扩张迎锂价上行周期

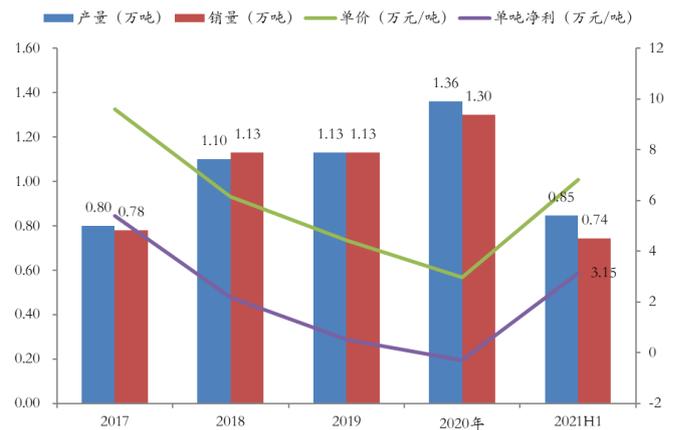
蓝科锂业 2021 年 H1 实现营收 5.07 亿元, 净利 2.34 亿元, 随着碳酸锂价格走高, 业绩大幅提升; 为公司贡献投资收益 1.14 亿元。2021 年 4 月蓝科的年产 2 万吨电池级碳酸锂项目正式试车, 上半年实现碳酸锂产量 0.85 万吨, 销量 0.74 万吨; 对应单价 6.82 万元/吨, 单吨净利 3.15 万元/吨。随着碳酸锂价格走高, 以及蓝科 2 万吨新产能释放, 将给公司带来显著的投资收益。

图表 11 蓝科锂业营收及净利情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 蓝科锂业产销情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 2020 年销量未披露, 产量为 1.36 万吨, 假设销量 1.30 万吨

我们预计 2021/2022 年蓝科锂业碳酸锂销量分别为 2.4/4.0 万吨, 完全成本分别为 3.10/2.90 万元/吨。假设 21/22 年 9/12 万元/吨含税单价, 分别对应 7.96/10.62 万元/吨不含税价, 2021/2022 年蓝科净利将达到 9.92/26.25 亿, 对应科达投资收益为 4.32/11.41 亿元。

图表 13 蓝科锂业盈利预测

	2019A	2020	2021E	2022E
销量 (万吨)	1.13	1.30	2.40	4.00
碳酸锂不含税单价 (万元/吨)	4.42	2.96	7.96	10.62
完全成本 (万元/吨)	3.91	3.26	3.10	2.90
净利润 (亿元)	0.57	-0.39	9.92	26.25
科达投资收益 (亿元)	0.25	-0.15	4.32	11.41

注：2020 年销量未批量，1.36 万吨产量，1.30 万吨为假设销量

资料来源：wind，华安证券研究所

关键假设

出货量：目前蓝科锂业拥有 1 万吨名义碳酸锂产能，实际能出货 1.3-1.4 万吨，2020 年产量 1.36 万吨；新建 2 万吨产能预计 2021 年 Q2 投产，我们预计 2 万吨新产能在 2021 年新增 1 万吨以上出货量，2022 年产能爬满对应 2 万吨以上新增出货。**预计公司 2021 出货量在 2.25-2.50 万吨之间，2022 出货量在 4.00-4.25 万吨之间。**

成本：目前蓝科锂业老产能成本在单吨 3-3.5 万元之间，新产能固定资产投资大幅减少，单吨成本预计低于 3 万元。基于此，我们假设 2021 年完全成本为 3.1 万元/吨，2022 年完全成本为 2.9 万元/吨。

售价：目前碳酸锂报价接近 10 万元/吨，考虑到全年供需趋紧，价格有望推高至 12 万元/吨以上，以 10-12 万元/吨之间为价格中枢测算。

敏感性分析测算：以 2021 年完全成本为 3.1 万元/吨，2022 年完全成本为 2.9 万元/吨为成本基础，在不同出货量与几档售价假设下进行盈利敏感性分析，保守剔除 13% 增值税及 15% 企业所得税，按照科达制造持股蓝科锂业 43.58% 股权计算投资收益。

图表 14 2021 年蓝科锂业净利润敏感性测算 (亿元)

		售价含税 (万元/吨)						
		8	9	10	11	12	13	14
出货量 (万吨)	1.50	5.07	6.20	7.33	8.46	9.59	10.72	11.84
	1.75	5.92	7.24	8.55	9.87	11.19	12.50	13.82
	2.00	6.77	8.27	9.77	11.28	12.78	14.29	15.79
	2.25	7.61	9.30	11.00	12.69	14.38	16.07	17.77
	2.50	8.46	10.34	12.22	14.10	15.98	17.86	19.74
	2.75	9.30	11.37	13.44	15.51	17.58	19.65	21.71

资料来源：华安证券研究所测算

2021 年，当出货量在 2.25-2.50 万吨之间，碳酸锂售价在 10-12 万元/吨之间时，蓝科锂业净利润为 11.00-15.98 亿元，对应科达制造投资收益为 4.78-6.95 亿元。

以出货量 2.5 万吨为基准，碳酸锂售价每抬升 1 万元/吨，科达制造投资收益增厚 0.82 亿元。

图表 15 2021 年蓝科锂业对科达制造投资收益敏感性测算 (亿元)

	售价含税 (万元/吨)							
	8	9	10	11	12	13	14	
	1.50	2.21	2.70	3.19	3.68	4.17	4.66	5.15
	1.75	2.57	3.15	3.72	4.29	4.86	5.44	6.01
出货量	2.00	2.94	3.60	4.25	4.90	5.56	6.21	6.87
(万吨)	2.25	3.31	4.05	4.78	5.52	6.25	6.99	7.72
	2.50	3.68	4.49	5.31	6.13	6.95	7.77	8.58
	2.75	4.04	4.94	5.84	6.74	7.64	8.54	9.44

资料来源: 华安证券研究所测算

2022 年, 当出货量在 4.00-4.25 万吨之间, 碳酸锂售价在 10-12 万元/吨之间时, 蓝科锂业净利润为 20.23-27.89 亿元, 对应科达制造投资收益为 8.80-12.13 亿元。

以出货量 4 万吨为基准, 碳酸锂售价每抬升 1 万元/吨, 科达制造投资收益增厚 1.31 亿元。

图表 16 2022 年蓝科锂业净利润敏感性测算 (亿元)

	售价含税 (万元/吨)							
	8	9	10	11	12	13	14	
	3.00	10.66	12.91	15.17	17.43	19.68	21.94	24.20
	3.25	11.55	13.99	16.44	18.88	21.33	23.77	26.21
出货量	3.75	13.32	16.14	18.96	21.79	24.61	27.43	30.25
(万吨)	4.00	14.21	17.22	20.23	23.24	26.25	29.26	32.26
	4.25	15.10	18.30	21.49	24.69	27.89	31.08	34.28
	4.50	15.99	19.37	22.76	26.14	29.53	32.91	36.30

资料来源: 华安证券研究所测算

图表 17 2022 年蓝科锂业对科达制造投资收益敏感性测算 (亿元)

	售价含税 (万元/吨)							
	8	9	10	11	12	13	14	
	3.00	4.63	5.62	6.60	7.58	8.56	9.54	10.52
	3.25	5.02	6.08	7.15	8.21	9.27	10.34	11.40
出货量	3.75	5.79	7.02	8.25	9.47	10.70	11.93	13.15
(万吨)	4.00	6.18	7.49	8.80	10.10	11.41	12.72	14.03
	4.25	6.57	7.96	9.35	10.74	12.13	13.52	14.91
	4.50	6.95	8.42	9.89	11.37	12.84	14.31	15.78

资料来源: 华安证券研究所测算

3 非洲业务维持高速增长

公司非洲业务新增产线投入运营，保持高速增长。2021H1 公司在加纳和肯尼亚两家公司的净利润分别为 1.09、1.20 亿元，分别同比增长 11.22%、100%，新增披露塞内加尔子公司贡献净利润 0.99 亿元；三家公司合计净利润达到 3.28 亿，同比增长 107.6%。

图表 18 公司在非洲子公司净利润情况 (亿元)

	2018	2019	2020H1	2020	2021H1
Keda (Ghana) Ceramics Company Limited	0.79	0.79	0.98	1.97	1.09
Keda (Tanzania) Ceramics Company Limited	-	-	-	-	-
Keda (Kenya) Ceramics Company Limited	0.54	0.81	0.60	1.59	1.20
Twyford (SN) Ceramics Company Limited	-	-	-	-	0.99
Keda Zambia Ceramics Company Limited	-	-	-	-	-
合计	1.33	1.60	1.58	3.56	3.28
净利润占比		69.7%	93.6%	82.98%	93.2%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司目前在非洲已规划加纳陶瓷厂四期五线、肯尼亚基苏木工厂，以及喀麦隆、科特迪瓦等国的建筑陶瓷项目，预计将于 2022 年内陆续投产。此前在肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔 4 个国家建设并运营了陶瓷厂，位于赞比亚的第 5 个项目已于 2021 年 4 月点火。目前年产能近 7000 万平米，并出口至东非乌干达、卢旺达、马拉维、津巴布韦，西非多哥、贝宁、布基纳法索、科特迪瓦等多个国家。未来公司将定位非洲大型建材集团，把握非洲超 10 亿人口带来的城镇化高速发展红利，在产能扩充的同时适时进行品类拓展，实现海外建筑陶瓷业务的持续增长。

图表 19 公司在非洲陶瓷业务分布情况

陶瓷厂	投产时间		主要产品	2020 年产量 (千万平方米)	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%	科特迪瓦、多哥、布 基纳法索、尼日尔、 塞内加尔、马里等西 非国家
	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			
	三期四线	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%	肯尼亚、马拉维、赞 比亚、乌干达、卢旺 达等中东非国家
	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	-	-	(计划) 刚果金、马 拉维、博茨瓦纳、津 巴布韦等
	二线	2021 年 4 月				
总计				7.0		

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

产能进展不及预期；产品价格下跌；陶机及海外陶瓷业务发展不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7089	7527	9679	11987	营业收入	7390	9360	10218	11197
现金	1447	111	1806	3675	营业成本	5683	7076	7720	8433
应收账款	1150	2130	2177	2226	营业税金及附加	47	57	62	68
其他应收款	100	160	171	177	销售费用	436	534	582	638
预付账款	298	482	502	522	管理费用	501	515	480	504
存货	2463	3135	3503	3739	财务费用	189	39	14	-13
其他流动资产	1630	1509	1521	1649	资产减值损失	-13	0	0	0
非流动资产	6295	6867	7501	8194	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	1359	1384	1409	1434	投资净收益	307	482	1129	1115
固定资产	2539	2914	3350	3845	营业利润	583	1387	2232	2457
无形资产	424	394	364	334	营业外收入	9	0	0	0
其他非流动资产	1973	2175	2378	2581	营业外支出	122	0	0	0
资产总计	13384	14394	17180	20181	利润总额	470	1387	2232	2457
流动负债	5604	5205	5768	6287	所得税	41	153	246	270
短期借款	1030	0	0	0	净利润	429	1234	1987	2187
应付账款	1938	2341	2627	2845	少数股东损益	145	324	456	556
其他流动负债	2636	2864	3141	3442	归属母公司净利润	284	910	1530	1631
非流动负债	1013	1013	1013	1013	EBITDA	709	980	1145	1347
长期借款	799	799	799	799	EPS (元)	0.17	0.48	0.81	0.86
其他非流动负债	214	214	214	214					
负债合计	6617	6218	6781	7300					
少数股东权益	830	1154	1611	2166					
股本	1888	1888	1888	1888					
资本公积	1895	1895	1895	1895					
留存收益	2153	3239	5004	6931					
归属母公司股东权益	5937	7022	8788	10715					
负债和股东权益	13384	14394	17180	20181					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1184	-210	1122	1310	成长能力				
净利润	284	910	1530	1631	营业收入	15.1%	26.7%	9.2%	9.6%
折旧摊销	303	130	130	130	营业利润	136.4%	138.0%	61.0%	10.1%
财务费用	161	51	28	28	归属于母公司净利	138.4%	219.9%	68.2%	6.6%
投资损失	-307	-482	-1129	-1115	获利能力				
营运资金变动	516	-1143	106	80	毛利率 (%)	23.1%	24.4%	24.4%	24.7%
其他经营现金流	-4	2378	1881	2107	净利率 (%)	3.8%	9.7%	15.0%	14.6%
投资活动现金流	-60	-45	601	587	ROE (%)	4.8%	13.0%	17.4%	15.2%
资本支出	-302	-500	-500	-500	ROIC (%)	4.2%	8.2%	7.9%	7.8%
长期投资	212	-10	-25	-25	偿债能力				
其他投资现金流	30	465	1126	1112	资产负债率 (%)	49.4%	43.2%	39.5%	36.2%
筹资活动现金流	-947	-1081	-28	-28	净负债比率 (%)	97.8%	76.0%	65.2%	56.7%
短期借款	-1152	-1030	0	0	流动比率	1.26	1.45	1.68	1.91
长期借款	-184	0	0	0	速动比率	0.70	0.72	0.94	1.17
普通股增加	311	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	755	0	0	0	总资产周转率	0.55	0.65	0.59	0.55
其他筹资现金流	-676	-51	-28	-28	应收账款周转率	6.42	4.39	4.69	5.03
现金净增加额	158	-1336	1695	1869	应付账款周转率	2.93	3.02	2.94	2.96

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与联系人简介

华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

别依田：上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

盛炜：三年买方行业研究经验，墨尔本大学金融硕士，研究领域覆盖风电光伏板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。