

➤ **事件概述**：公司发布 2021 年报：2021 年，公司实现营收 46.52 亿元，同比增长 31.4%；归母净利润 10.85 亿元，同比增长 98.1%；扣非归母净利 7.74 亿元，同比增长 101.4%。2021Q4，公司实现营收 10.83 亿元，同比增长 15.4%、环比减少 10%；归母净利润 2.11 亿元，同比增长 43.6%、环比减少 43.1%；扣非归母净利 0.81 亿元，同比增长 249.4%、环比减少 65.3%。业绩符合预期。

➤ **点评：**

- ① **量：2021 年炭素制品销量同比增长 7.35%。** 公司炭素制品产量小幅增长，2021 年炭素制品产量 19.63 万吨，同比+5.25%，炭素制品销量为 19.79 万吨，同比+7.35%。铁精粉方面，公司 2021 年铁精粉产量 45.28 万吨，同比-7.83%，由于 2021 年下半年，铁矿石价格出现大幅下跌，我们判断公司在三、四季度控制铁精粉销售，公司 2021 年铁精粉销量仅为 31.90 万吨，同比-36.49%，铁精粉期末库存增长至 13.51 万吨。
- ② **价：石墨电极价格底部回升，2021 年毛利率上升 4.80pct，至 33.51%。** 石墨电极行业供需格局逐步改善，价格底部回升，2021 年超高功率石墨电极均价同比+14.67%，虽然原材料涨幅更大（针状焦价格同比+55.92%，石油焦价格同比+87.11%），但由于公司有布局原料端产能，权益原料自给率接近 60%，公司有效熨平原料价格波动风险，2021 年公司毛利率提升 4.80pct，至 33.51%。分季度看，21Q4 石墨电极价格继续上涨，公司毛利率环比提升 1.75pct，至 35.27%。

➤ **未来核心看点：**

- ① **“双碳”打开需求空间，产能审批收紧助推石墨电极价格长期向上。** 为有效减少钢铁行业碳排放，政策鼓励电炉钢占比提升，行业需求空间广阔。石墨电极本身是高耗能行业，受能耗双控等政策影响，部分省市出台政策限制中低端产能审批，行业拐点逐步显现，石墨电极价格有望长期向上。
- ② **超高功率石墨电极项目陆续投产，龙头低位更加稳固。** 公司拥有石墨电极产能 21.4 万吨（包括宝方炭材料的 4.9 万吨权益产能），炭砖 3 万吨，在国内处于龙头地位。随着合肥炭素 5 万吨迁建项目，眉山方大 5 万吨新建项目，成都蓉光 2.5 万吨迁建项目，成都炭素 3 万吨特种石墨项目逐步投产，龙头地位更加稳固。产品结构上，由于投产石墨电极项目主要是超高功率产品系列，未来公司高端石墨电极产品占比将进一步提升。

➤ **投资建议：**公司多个在建项目逐步释放产能，石墨电极行业基本面即将出现拐点，石墨电极价格有望长期向上，公司业绩释放可期。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次 15.75/21.91/29.25 亿元，对应 2022 年 4 月 22 日收盘价 7.34 元，2022-2024 年 PE 依次为 18/13/10 倍，维持公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**电炉炼钢发展不及预期；项目进展不及预期；原料价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,652	6,571	8,557	10,343
增长率（%）	31.4	41.3	30.2	20.9
归属母公司股东净利润（百万元）	1,085	1,575	2,191	2,925
增长率（%）	98.1	45.2	39.1	33.5
每股收益（元）	0.28	0.41	0.58	0.77
PE	26	18	13	10
PB	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.34 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

研究助理：孙二春

执业证号：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

- 1.【民生金属】方大炭素(600516)公司深度研究报告：双碳驱动+产能释放，石墨电极龙头再起航

目录

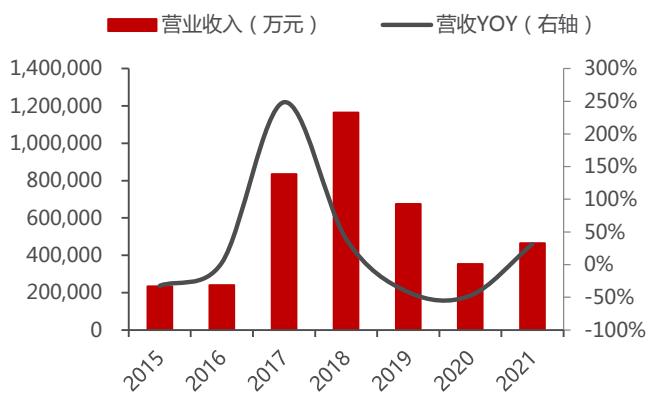
1 事件概述：2021 年归母净利同比增长 98.1%.....	3
2 点评：量价齐升，公司盈利能力大幅改善.....	4
3 核心看点：产能释放+石墨电极价格回升，公司业绩大幅增长	9
4 盈利预测与投资建议	11
4.1 盈利预测假设与业务拆分	11
4.2 估值分析与投资建议	11
5 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

1 事件概述：2021 年归母净利同比增长 98.1%

公司公布 2021 年年报 2021 年，公司实现营收 46.52 亿元，同比增长 31.4%；归母净利润 10.85 亿元，同比增长 98.1%；扣非归母净利 7.74 亿元，同比增长 101.4%。业绩符合预期。

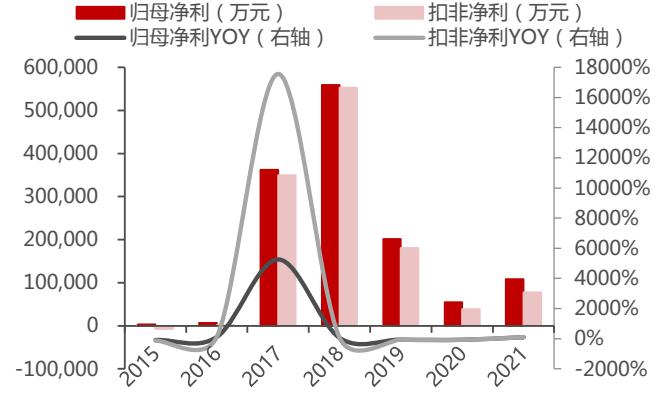
分季度来看，2021Q4，公司实现营收 10.83 亿元，同比增长 15.4%、环比减少 10%；归母净利润 2.11 亿元，同比增长 43.6%、环比减少 43.1%；扣非归母净利 0.81 亿元，同比增长 249.4%、环比减少 65.3%。

图 1：2021 年，公司实现营收 46.52 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司实现归母净利润 10.85 亿元



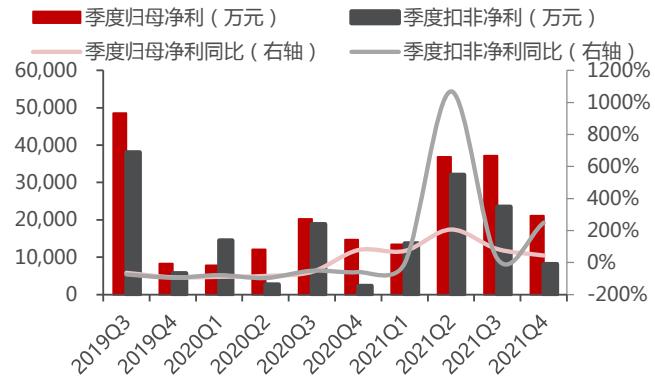
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司实现营收 10.83 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司实现归母净利润 2.11 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：量价齐升，公司盈利能力大幅改善

量：2021 年炭素制品销量同比增长 7.35%。公司炭素制品产量小幅增长，2021 年炭素制品产量 19.63 万吨，同比+5.25%，炭素制品销量为 19.79 万吨，同比+7.35%。铁精粉方面，公司 2021 年铁精粉产量 45.28 万吨，同比-7.83%，由于 2021 年下半年，铁矿石价格出现大幅下跌，我们判断公司在三、四季度控制铁精粉销售，公司 2021 年铁精粉销量仅为 31.90 万吨，同比-36.49%，铁精粉期末库存增长至 13.51 万吨（2020 年末仅为 0.13 万吨）。

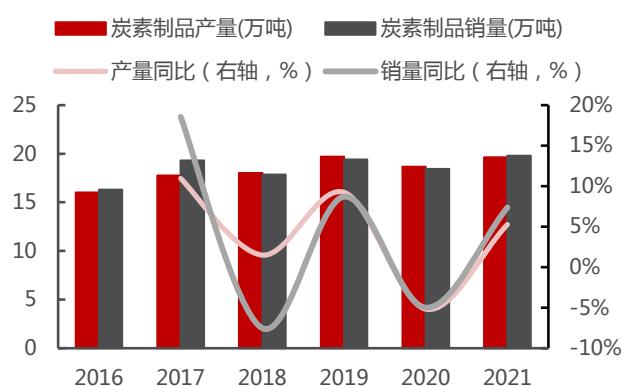
价：石墨电极价格底部回升，公司毛利率上升 4.80pct，至 33.51%。石墨电极行业供需格局逐步改善，价格底部回升，2021 年超高功率石墨电极均价同比+14.67%，虽然原材料涨幅更大（针状焦价格同比+55.92%，石油焦价格同比+87.11%），但由于公司有布局原料端产能，权益原料自给率接近 60%，公司有效熨平原料价格波动风险，2021 年公司毛利率提升 4.80pct，至 33.51%。分季度看，21Q4 石墨电极价格继续上涨，其中超高功率石墨电极价格环比+1.42%，高功率石墨电极价格环比+2.31%，公司毛利率环比提升 1.75pct，至 35.27%。

表 1：公司主要产品销量情况（单位：万吨）

类别	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
炭素制品	17.86	19.41	18.44	19.79
铁精粉	16.91	135.38	50.24	31.90

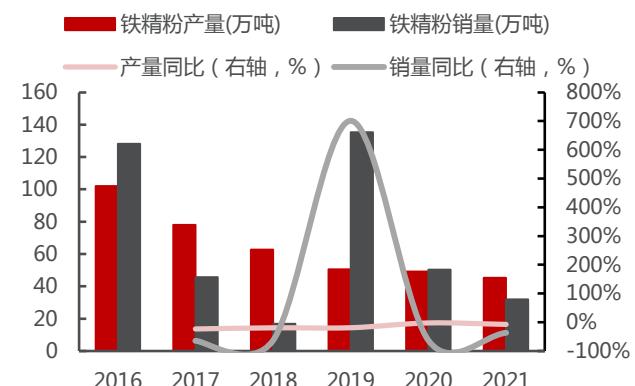
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：2021 年炭素制品销量同比+7.35%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2021 年铁精粉销量同比-36.49%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7 : 2021 年铁精粉期末库存增加至 13.51 万吨



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8 : 2021 年石墨电极价格底部回升 (单位 : 元 / 吨)



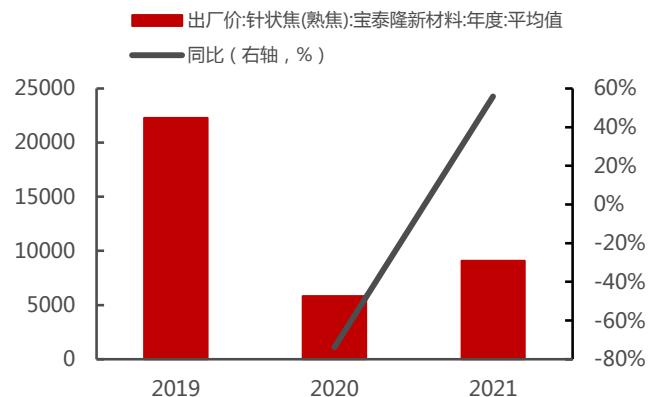
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9 : 2021 年铁精粉价格大幅上涨 (单位 : 元 / 吨)



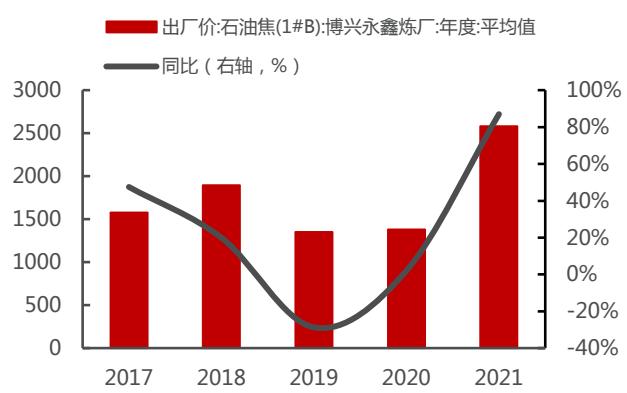
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10 : 2021 年针状焦价格上涨 (单位 : 元 / 吨)



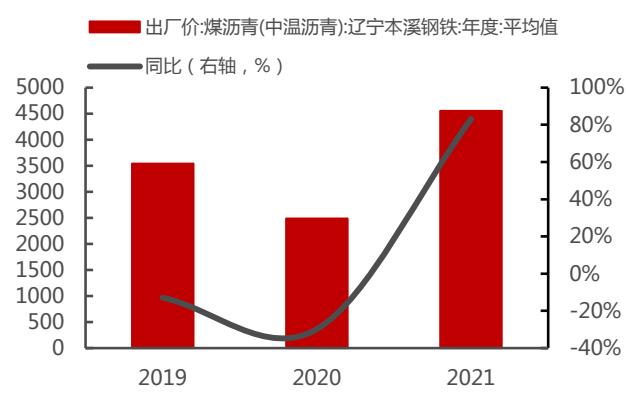
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11 : 2021 年石油焦价格大幅上涨 (单位 : 元 / 吨)

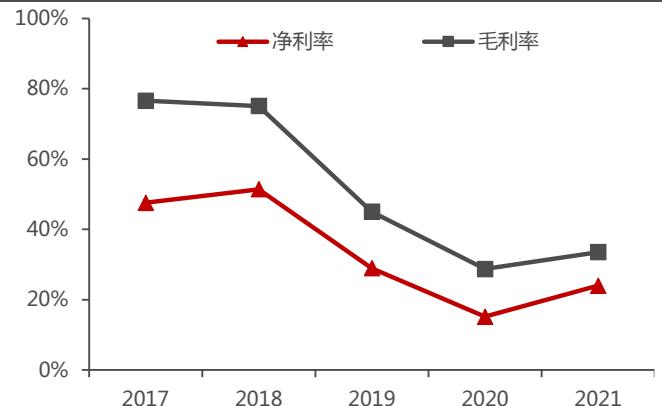


资料来源：wind，民生证券研究院

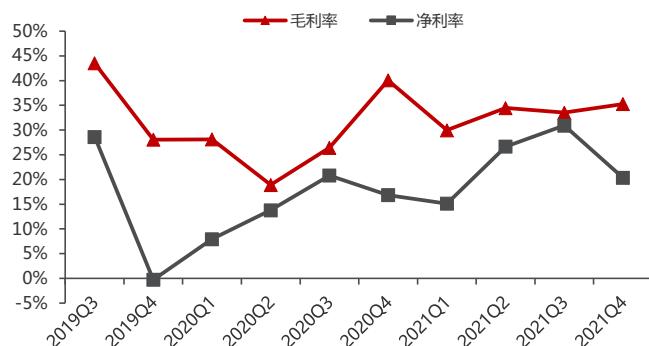
图 12 : 2021 年煤沥青价格上涨 (单位 : 元 / 吨)



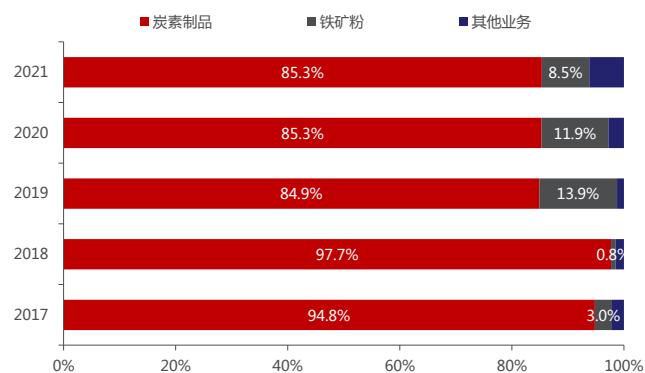
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13 : 2021 年公司毛利率回升


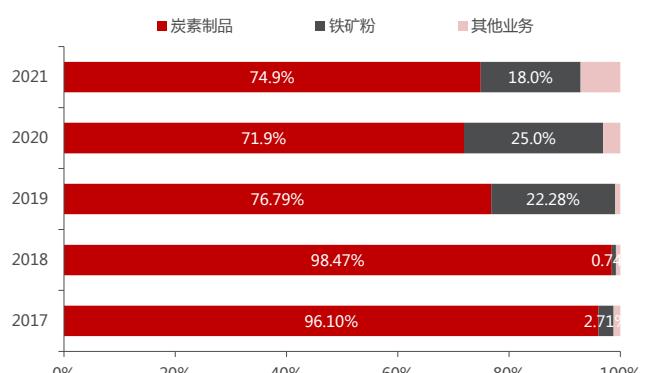
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14 : 公司分季度毛利率变化


资料来源：wind，民生证券研究院

图 15 : 公司分产品营收占比 (单位 : %)


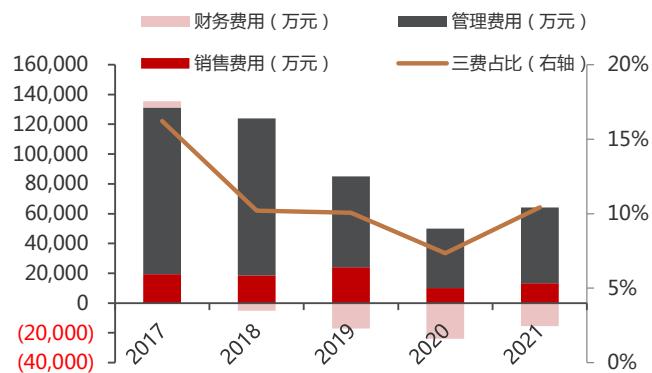
资料来源：wind，民生证券研究院

图 16 : 公司分产品毛利占比 (单位 : %)


资料来源：wind，民生证券研究院

期间费用率上升。公司 2021 年期间费用同比+86.35%，至 4.85 亿元，期间费用率同比上升 3.07pct 至 10.43%。其中管理费用增加 1.08 亿元，主要是员工薪酬增加所致；财务费用增加 0.84 亿元，主要是公司的利息收入减少所致；销售费用增加 0.33 亿元，主要为销售部门人员的薪酬增加所致。

期末存货增加。由于公司产品产销量增长，原材料及在产品增加，叠加公司控制铁精粉销售，铁精粉期末库存大幅上升，公司 2021 年末存货同比+30.20%，至 17.38 亿。其中，在产品增加 1.57 亿，原材料增加 1 亿，库存商品增加 0.4 亿，委托加工物资增加 1.06 亿。

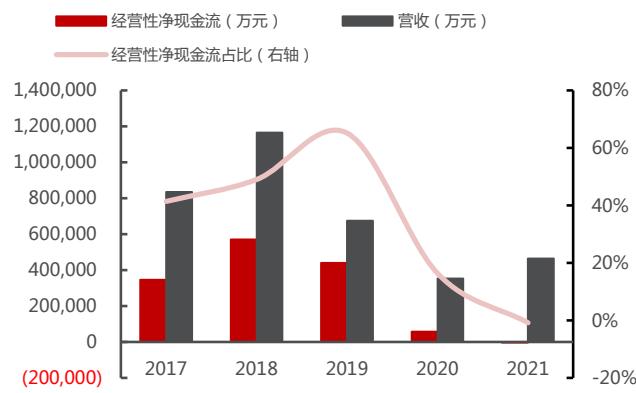
图 17 : 2021 年公司期间费用率上升


资料来源：wind，民生证券研究院

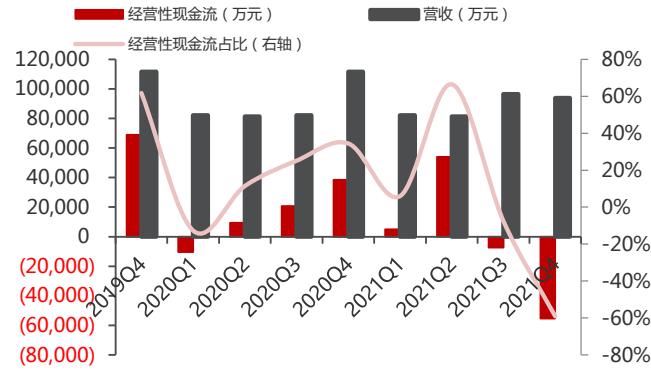
图 18 : 2021 年末公司存货增加


资料来源：wind，民生证券研究院

经营活动产生的现金流量净额大幅减少 6.17 亿元。 2021 年公司主要原材料价格强势，其中针状焦市场价格同比 +55.92%，石油焦市场价格同比 +87.11%，煤沥青市场价格同比 +83.24%，公司采购原料支出大幅增加，叠加库存占用资金上升，应收账款及应收票据同比增加 2.16 亿元，导致公司 2021 年经营性现金流量净额大幅减少 6.17 亿元，至 -0.38 亿元。

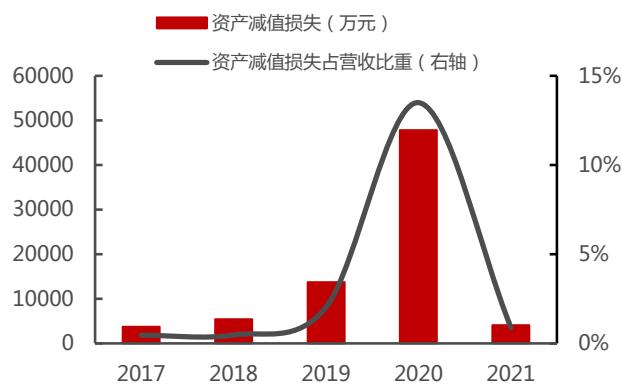
图 19 : 2021 年公司经营性现金流大幅减少


资料来源：wind，民生证券研究院

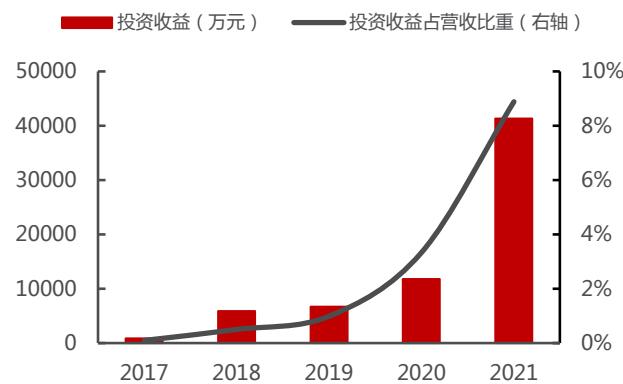
图 20 : 季度经营性现金流变化


资料来源：wind，民生证券研究院

资产减值损失大幅减少，营业外收入大幅减少，投资收益大幅增加。 2021 年自产减值损失减少 4.37 亿元，至 0.41 亿元，主要由于长期股权投资减值损失减少 4.26 亿所致。营业务收入减少 4.29 亿元，主要是由于 2020 年营业外收入项目中受让九江银行部分股权，按会计准则在营业外收入科目计入了 4.26 亿元。投资收益大幅增加 2.95 亿，至 4.13 亿元，主要是由于处置吉林化纤股票产生的投资收益增加所致。

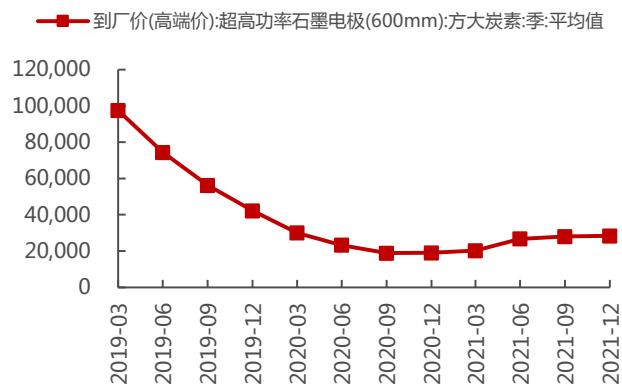
图 21 : 2021 年资产减值损失大幅减少


资料来源：wind , 民生证券研究院

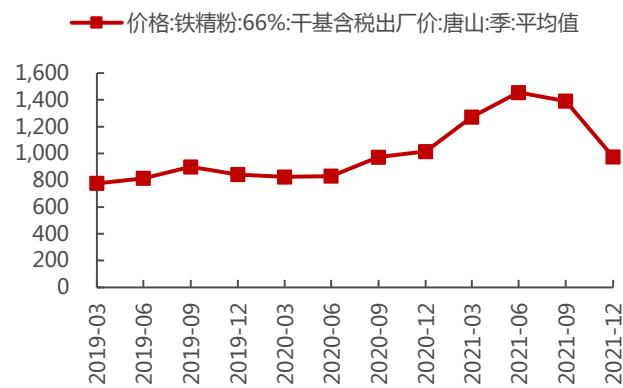
图 22 : 2021 年投资收益大幅增加


资料来源：wind , 民生证券研究院

21Q4 归母净利润环比大幅减少 43.1%，至 2.11 亿元。 21Q4 石墨电极价格继续上涨，21Q4 毛利率环比提升 1.75pct，至 35.27%。公司毛利环比下滑 0.22 亿元，预计主要是铁精粉销售减少所致。其他减利项主要在于管理费用 (-0.40 亿元)、公允价值变动净收益 (-1.04 亿元)、自产减值损失 (-0.49 亿元)、信用减值损失 (-0.27 亿元)。其中，公允价值变动净收益环比大幅减少，主要是其他非流动金融资产公允价值变动所致。

图 23 : 21Q4 石墨电极价格小幅走高 (单位 : 元 / 吨)


资料来源：wind , 民生证券研究院

图 24 : 21Q4 铁精粉价格下跌 (单位 : 元 / 吨)


资料来源：wind , 民生证券研究院

3 核心看点：产能释放+石墨电极价格回升，公司业绩大幅增长

“双碳”打开需求空间，产能审批收紧助推石墨电极行业长期高景气度。电炉炼钢吨 CO₂ 排放仅为 0.5 吨左右，不到高炉炼钢排放的 1/4，为有效减少钢铁行业碳排放，政策鼓励电炉钢占比提升，“十四五”末电炉钢产量占粗钢产量比重有望达到 20%，我们预计 2021-2025 电炉炼钢消耗石墨电极复合增速 18.48%，行业需求空间广阔。石墨电极本身是高耗能行业，受能耗双控等政策影响，部分省市出台政策限制中低端产能审批，行业拐点逐步显现，石墨电极价格有望长期向上。

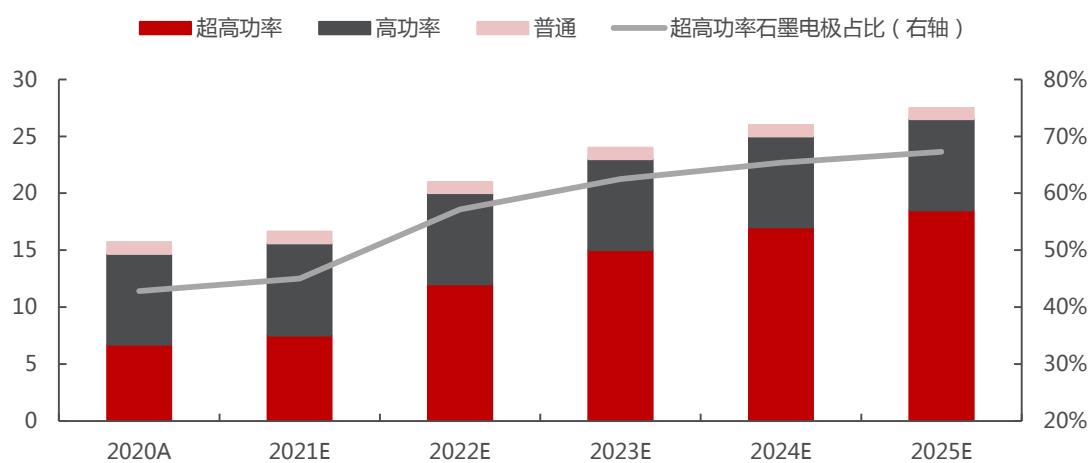
超高功率石墨电极项目陆续投产，龙头低位更加稳固。截至 2021 年，公司拥有石墨电极产能 21.4 万吨（包括宝方炭材料的 4.9 万吨权益产能），炭砖 3 万吨，在国内处于龙头地位。随着合肥炭素 5 万吨迁建项目，眉山方大 5 万吨新建项目，成都蓉光 2.5 万吨迁建项目，成都炭素 3 万吨特种石墨项目逐步投产，龙头地位更加稳固。产品结构上，由于投产石墨电极项目主要是超高功率产品系列，未来公司高端石墨电极产品占比将进一步提升。

表 2：公司炭素项目投资建设情况

项目实施公司	项目类型	总产能（万吨）	新增产能（万吨）	投产时间	产品
合肥方大	迁建	5	3	2022 年	超高功率石墨电极
眉山方大	新建	5	5	2022 年	超高功率石墨电极
成都蓉光	迁建	2.5	0.5	2022 年	超高功率石墨电极
成都炭素	新建	3	3	产能逐步建成投产	特种石墨

资料来源：公司公告，民生证券研究院

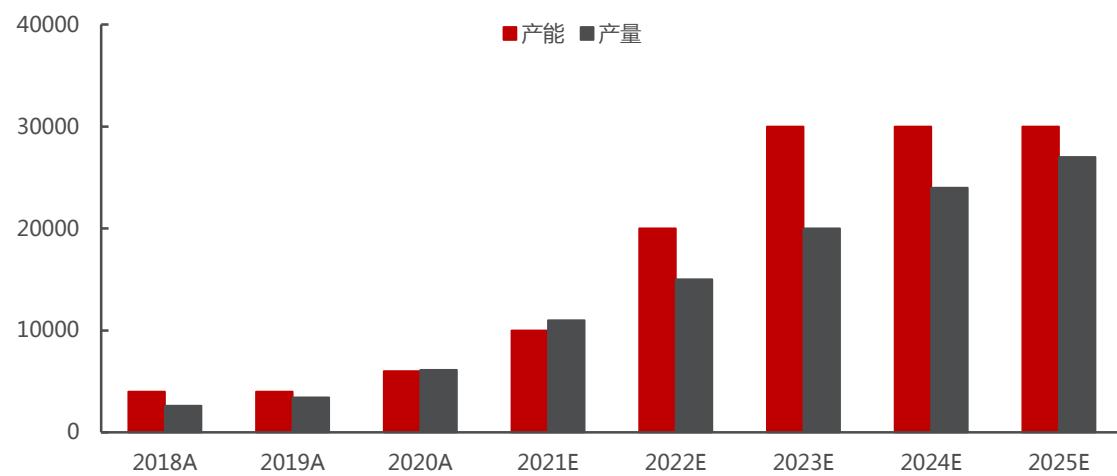
图 25：预计公司超高功率石墨电极占比稳步提升（单位：万吨）



资料来源：公司公告，辽宁方大集团实业有限公司 2021 年度跟踪评级报告，民生证券研究院预测

成都炭素 3 万吨产能逐步投产释放产量，下游光伏、半导体行业前景广阔，对公司业绩贡献将稳步增长。公司全资子公司成都炭素是目前中国生产等静压石墨制品质量好、规格大、产量高的专业研发生产企业。公司总体规划 3 万吨特种石墨制品，目前一期 1 万吨生产线已投运达产。受益于下游需求放量，2021 年成都炭素净利润 2.46 亿元，同比+85.20%。

图 26：预计成都炭素等静压石墨项目逐步放量（单位：吨）



资料来源：辽宁方大集团实业有限公司 2021 年度跟踪评级报告，公司公告，公司官网，民生证券研究院预测

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

国家鼓励发展电炉钢局面下，石墨电极基本面逐步改善，假设 2022-2024 年公司超高功率石墨电极产品不含税售价分别为 23139/26610/29271 元/吨，高功率石墨电极产品不含税售价分别为 15055/17313/18698 元/吨，普通功率石墨电极产品不含税售价分别为 12563/13568/14653 元/吨，随着公司在建项目逐步投产，公司炭素产品销量将稳步攀升，假设 2022-2024 年超高功率石墨电极产品销量分别为 12/15/17 万吨，高功率石墨电极产品销量分别为 8/8/8 万吨，普通功率石墨电极产品销量分别为 1/1/1 万吨。在以上假设前提下，预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 65.71/85.57/103.43 亿元，营业成本分别为 42.98/53.81/63.92 亿元。

4.2 估值分析与投资建议

索通发展主要产品预焙阳极用于电解铝冶炼，上游原料主要是石油焦。璞泰来主要从事负极材料，石墨化是其主要工序，方大炭素规划布局石墨负极材料。2022-2024 年方大炭素业绩增速较高，但 PE 估值与可比公司璞泰来相比处于较低水平，因此我们认为公司被低估，估值水平具备提升空间。

公司多个在建项目逐步释放产能，石墨电极行业基本面即将出现拐点，石墨电极价格有望长期向上，公司业绩释放可期。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次 15.75/21.91/29.25 亿元，对应 2022 年 4 月 22 日收盘价 7.34 元，2022-2024 年 PE 依次为 18/13/10 倍，维持公司“推荐”评级。

表 3：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603612.SH	索通发展	18.92	1.40	1.75	2.03	2.61	14	11	9	7
603659.SH	*璞泰来	115.84	2.53	4.00	5.76	8.12	46	29	20	14
可比公司平均 PE							30	20	15	11
600516.SH	方大炭素	7.34	0.28	0.41	0.58	0.77	26	18	13	10

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：标*公司暂未覆盖，数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 4 月 22 日。

5 风险提示

- 1) 电炉炼钢发展不及预期。**一方面能耗双控等政策可能影响电炉钢开工率，另一方面，废钢回收量存在不确定性，有可能影响电炉炼钢发展。
- 2) 公司石墨电极产能投放不及预期。**公司石墨电极部分工序需要采购海外设备，疫情、物流等原因有可能影响设备安装调试进程。
- 3) 原材料价格大幅波动。**上游石油焦、针状焦等受原油、煤炭等大宗商品价格影响，价格波动较大。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,652	6,571	8,557	10,343
营业成本	3,093	4,298	5,381	6,393
营业税金及附加	74	112	145	165
销售费用	134	186	243	269
管理费用	507	591	770	910
研发费用	70	138	175	165
EBIT	774	1,245	1,843	2,440
财务费用	-156	-205	-206	-229
资产减值损失	-41	-28	-22	-24
投资收益	413	394	513	724
营业利润	1,349	1,943	2,703	3,567
营业外收支	-18	3	5	10
利润总额	1,331	1,946	2,708	3,577
所得税	215	331	460	585
净利润	1,116	1,615	2,247	2,992
归属于母公司净利润	1,085	1,575	2,191	2,925
EBITDA	1,014	1,579	2,203	2,835

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,756	7,571	7,984	9,340
应收账款及票据	609	647	825	1,005
预付款项	160	201	244	293
存货	1,738	2,146	2,682	3,197
其他流动资产	2,055	3,074	3,545	4,060
流动资产合计	12,318	13,640	15,280	17,894
长期股权投资	2,468	3,470	4,489	5,321
固定资产	2,242	2,498	2,710	2,893
无形资产	455	448	441	435
非流动资产合计	6,185	7,420	8,646	9,655
资产合计	18,503	21,060	23,925	27,549
短期借款	398	448	498	548
应付账款及票据	745	1,360	1,664	1,992
其他流动负债	965	1,242	1,506	1,758
流动负债合计	2,108	3,050	3,668	4,299
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	644	644	644	644
非流动负债合计	644	644	644	644
负债合计	2,752	3,694	4,312	4,943
股本	3,806	3,806	3,806	3,806
少数股东权益	986	1,027	1,083	1,150
股东权益合计	15,751	17,366	19,613	22,606
负债和股东权益合计	18,503	21,060	23,925	27,549

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	31.44	41.26	30.23	20.87
EBIT 增长率	117.13	60.88	48.00	32.43
净利润增长率	98.11	45.19	39.14	33.50
盈利能力 (%)				
毛利率	33.51	34.59	37.11	38.19
净利润率	23.98	24.58	26.26	28.93
总资产收益率 ROA	5.86	7.48	9.16	10.62
净资产收益率 ROE	7.35	9.64	11.82	13.63
偿债能力				
流动比率	5.84	4.47	4.17	4.16
速动比率	4.94	3.70	3.36	3.34
现金比率	3.68	2.48	2.18	2.17
资产负债率 (%)	14.87	17.54	18.02	17.94
经营效率				
应收账款周转天数	43.50	35.96	35.20	35.45
存货周转天数	205.11	185.06	183.72	184.17
总资产周转率	0.25	0.31	0.36	0.38
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.41	0.58	0.77
每股净资产	3.88	4.29	4.87	5.64
每股经营现金流	-0.01	0.30	0.35	0.49
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	26	18	13	10
PB	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	20.55	13.35	9.40	6.85
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表 (百万元)				
净利润	1,116	1,615	2,247	2,992
折旧和摊销	241	334	360	395
营运资金变动	-998	-448	-785	-807
经营活动现金流	-38	1,131	1,323	1,865
资本开支	-151	-552	-533	-528
投资	656	-1,203	-919	-732
投资活动现金流	3,724	-1,349	-940	-538
股权募资	3	0	0	0
债务募资	177	50	50	50
筹资活动现金流	-1,766	32	30	28
现金净流量	1,923	-185	413	1,355

插图目录

图 1 : 2021 年 , 公司实现营收 46.52 亿元.....	3
图 2 : 2021 年 , 公司实现归母净利润 10.85 亿元	3
图 3 : 2021Q4 , 公司实现营收 10.83 亿元	3
图 4 : 2021Q4 , 公司实现归母净利润 2.11 亿元	3
图 5 : 2021 年炭素制品销量同比 +7.35%	4
图 6 : 2021 年铁精粉销量同比 -36.49%	4
图 7 : 2021 年铁精粉期末库存增加至 13.51 万吨	5
图 8 : 2021 年石墨电极价格底部回升 (单位 : 元 / 吨)	5
图 9 : 2021 年铁精粉价格上涨 (单位 : 元 / 吨)	5
图 10 : 2021 年针状焦价格上涨 (单位 : 元 / 吨)	5
图 11 : 2021 年石油焦价格上涨 (单位 : 元 / 吨)	5
图 12 : 2021 年煤沥青价格上涨 (单位 : 元 / 吨)	5
图 13 : 2021 年公司毛利率回升	6
图 14 : 公司分季度毛利率变化	6
图 15 : 公司分产品营收占比 (单位 : %)	6
图 16 : 公司分产品毛利占比 (单位 : %)	6
图 17 : 2021 年公司期间费用率上升	7
图 18 : 2021 年末公司存货增加	7
图 19 : 2021 年公司经营性现金流大幅减少	7
图 20 : 季度经营性现金流变化	7
图 21 : 2021 年资产减值损失大幅减少	8
图 22 : 2021 年投资收益大幅增加	8
图 23 : 21Q4 石墨电极价格小幅走高 (单位 : 元 / 吨)	8
图 24 : 21Q4 铁精粉价格下跌 (单位 : 元 / 吨)	8
图 25 : 预计公司超高功率石墨电极占比稳步提升 (单位 : 万吨)	9
图 26 : 预计成都炭素等静压石墨项目逐步放量 (单位 : 吨)	10

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1 : 公司主要产品销量情况 (单位 : 万吨)	4
表 2 : 公司炭素项目投资建设情况	9
表 3 : 可比公司 PE 数据对比	11
公司财务报表数据预测汇总	13

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001