

# 众源新材 (603527.SH)

## 电池托盘进入产能释放期

### 公司评级

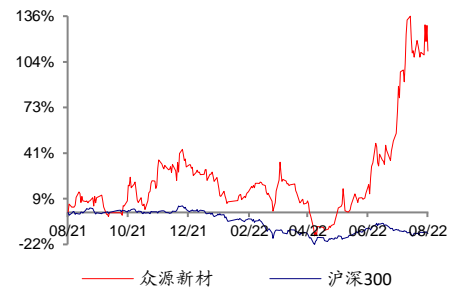
**买入**

当前价格	19.83 元
合理价值	22.88 元
报告日期	2022-08-22

### 核心观点:

- **事件:** 公司公布 22 年半年报, 22H1 实现营收 36.77 亿元, 同比+18.72%, 实现归母净利润 0.75 亿元, 同比+25.77%, 实现扣非归母净利润 0.72 亿元, 同比+25.41%; 22Q2 实现营收 19.52 亿元, 同比+9.59%, 环比+13.08%, 实现归母净利润 0.49 亿元, 同比+28.09%, 环比+88.37%。
- **量价齐升, 公司业绩同比实现增长。** 据公司半年度主要经营数据公告, 公司实现铜板带销量 54,123.32 吨, 同比+4.43%, 实现铜箔销量 1,172.54 吨。据公司一季度主要经营数据公告, 22Q1 实现铜板带销量 26,371.64 吨, 因此 22Q2 实现销量 27751.68 吨, 环比+5.23%。据公司半年报, 公司压延铜箔生产线于 2021 年开始投产, 目前正处于产能爬坡的阶段, 2022 年上半年度, 铜箔生产 1,112.23 吨。据 Wind, 22Q2 综合毛利率为 4.44%, 环比+0.92pp, 随着铜价有所回调叠加公司产品结构进一步优化, 毛利率呈现环比改善。
- **扩建电池托盘产能, 铝箔项目积极推进。** 据公司半年报, 2022 年 7 月, 拟将新能源汽车电池包托盘及储能用电池包托盘年产能扩建至 50 万件。一期年产 2.5 万吨电池箔项目建设正在积极推进中。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2022-2024 年营收分别为 75.82 亿元、93.59 亿元以及 136.20 亿元, 归母净利润分别为 1.86 亿元、3.50 亿元以及 6.27 亿元, 对应 EPS 分别为 0.76、1.44 以及 2.57 元/股。基于可比公司估值及公司在电池托盘领域的产能扩张速度, 我们认为公司 22 年合理 PE 估值为 30 倍, 对应公司合理价值 22.88 元/股, 首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 铜板带箔项目扩产不及预期; 电池托盘项目扩产不及预期或下游需求走弱; 电池托盘单件毛利不及预期。

### 相对市场表现



### 分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-23608197



juguoxian@gf.com.cn

### 分析师:

李超



SAC 执证号: S0260521060001



021-38003592



shlichao@gf.com.cn

请注意, 李超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:

### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,836	6,780	7,582	9,359	13,620
增长率 (%)	19.0	76.7	11.8	23.4	45.5
EBITDA (百万元)	119	232	271	490	841
归母净利润 (百万元)	63	138	186	350	627
增长率 (%)	-32.4	119.4	35.2	88.5	78.8
EPS (元/股)	0.26	0.56	0.76	1.44	2.57
市盈率 (x)	31.23	21.36	26.00	13.80	7.72
ROE (%)	6.6	13.0	13.7	18.2	21.5
EV/EBITDA (x)	18.55	14.43	20.00	11.40	6.99

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

## 一、众源新材：产能扩张，切入新能源赛道

众源新材自成立以来主要从事紫铜带箔材的研发、生产和销售业务，掌握了紫铜带箔材产品生产关键环节的技术工艺，形成了涵盖多个牌号、数十个品种、上千种规格的铜带箔材产品系列，产品广泛应用于变压器、电力电缆、通信电缆、散热器换热器、电子电器和新能源等领域，主要客户有上海林内、AO史密斯、美的、南瑞集团、许继集团、西门子、亨通集团、中天集团、通鼎集团等。近年来产品已出口远销至东南亚及欧美等海外市场。基于公司发展战略，目前下设三大中心：

**新材料中心：**基于公司满产满销的现状，公司决定继续扩大产能，建设新的生产线，2022年3月，公司召开董事会及股东会审议通过了《关于投资建设年产10万吨高精度铜合金板带及5万吨铜带坯生产线项目的议案》，一期项目为新建年产5万吨高精度铜合金板带及5万吨铜带坯的生产线。

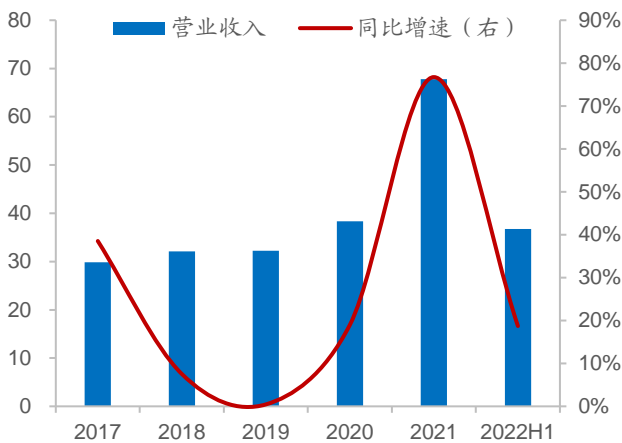
**新能源中心：**2021年初参股安徽安瓦新能源科技有限公司（持股比例1.11%），该公司主要生产半固态电池；2021年10月，投资设立安徽众源新能源科技有限公司（持股比例70%），该公司主要生产动力电池金属结构件；2022年3月，审议通过投资建设年产5万吨电池箔项目，一期项目为建一条年产2.5万吨电池箔的生产线。在新能源领域，公司已完成从参股电池厂商到电池结构件制造，再到电池铝箔制造的产业布局，正式设立了新能源中心。

**投资中心：**公司已经投资的哈尔滨哈船新材料科技有限公司，在安徽省明光市设立了1个生产基地，设计的年产能是5万吨，目前正在建设中，预计2022年下半年竣工，其主要产品是防腐材料和保温材料，其中防腐材料相关产品可适用于重防腐环境，防腐材料主要可应用于造船、化工、军工、桥梁等领域。公司投资参股的洛阳铜研智能装备有限公司（以下简称“洛阳铜研”）是一家专业致力于智能设备及高端装备研发制造的设备制造商，其团队拥有较强的研发能力，始终以研发制造国产设备替代进口设备为目标。洛阳铜研与公司通力合作，不断优化改进生产设备，目前，洛阳铜研与公司合作研发的铜箔轧机已投入使用。

### （一）营收高速增长，具备规模经济效应

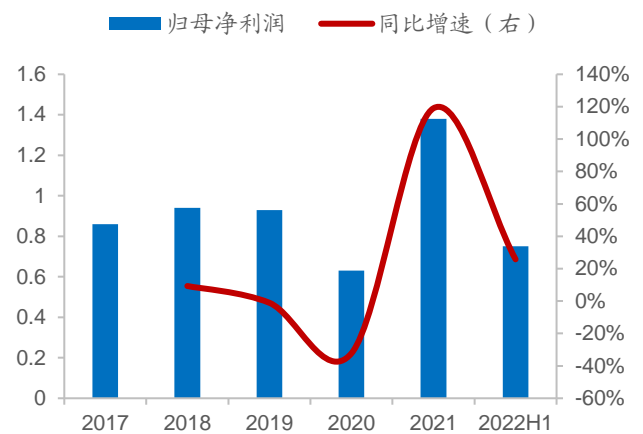
**营收高速增长，盈利能力增强。**2017-2021年，公司营业收入由29.84亿元增长至67.8亿元，CAGR达14.77%；归母净利润由0.86亿元提升至1.38亿元，CAGR为9.92%。2022年H1营业收入为36.77亿元，同比增长18.72%；归母净利润0.75亿元，同比增长25.77%。2021年，随着疫情的有效控制，经济逐步复苏，铜需求迎来明显增长，新基建、新能源成为铜需求增量新亮点，公司全年共销售铜带109,891吨，量价齐升，业绩收入大幅增长。2022年上半年实现铜板带销量54,123.32吨，同比+4.33%，实现铜箔销量1,172.54吨。

图 1: 公司营业收入及同比增速 (亿元, %)



数据来源: Wind, 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图 2: 公司归母净利润及同比增速 (亿元, %)

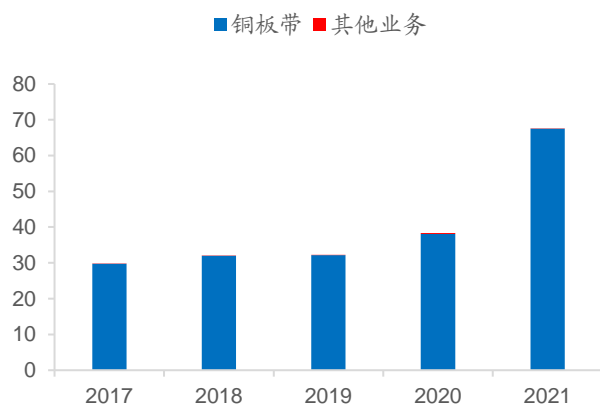


数据来源: Wind, 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

## (二) 铜板带业务高速增长, 毛利率水平保持稳定

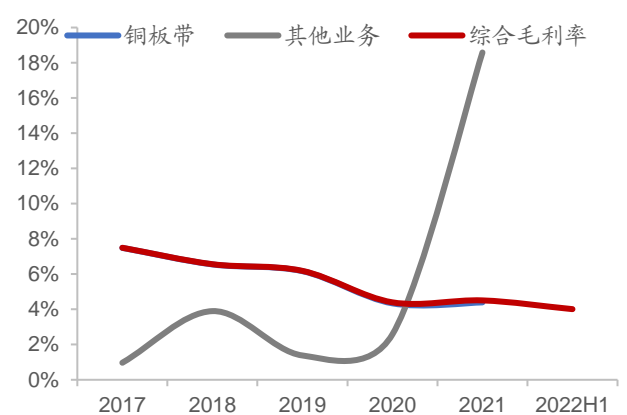
铜板带产品为公司的核心业务, 近五年毛利占比均达到 97% 以上, 2021 年实现营收 67.54 亿元, 同比增长 77.36%。铜板带业务利润主要来源于相对固定的加工费, 公司不断优化产品结构, 提高高精度、高附加值产品比例, 将毛利率维持在稳定水平。

图 3: 公司 2017-2021 各类业务收入 (亿元)



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 4: 公司 2017-2022H1 各业务毛利率 (%)



数据来源: Wind, 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

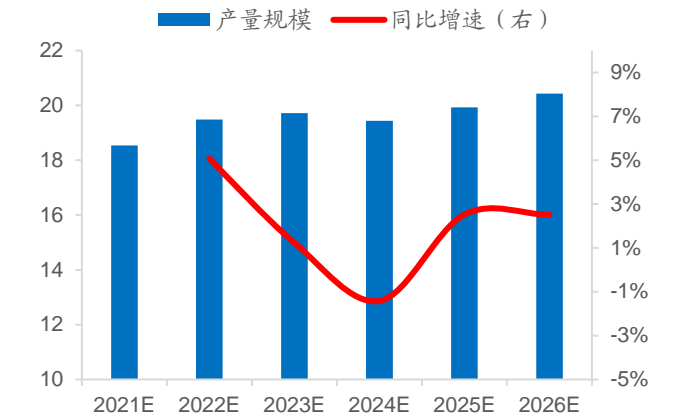
## 二、三大业务下游需求持续快速增长

### (一) 铜板带需求持续增长

电气设备的投资建设带动铜板带需求持续增长。铜板带箔材在电气设备领域的应用主要涵盖电力电气、建筑电气、工业电气等方面, 涉及的产品有变压器、电线电缆、电器开关、仪器仪表、电机等, 是我国最主要的铜板带箔材产品消费领域之一。据前瞻产业研究院预测, 2026 年, 中国变压器市场规模为 20.43 亿千伏安, 中国电线电缆需求规模将达到 1.8 万亿元, 变压器及电线电缆领域的投资建设将会带动铜板带需求

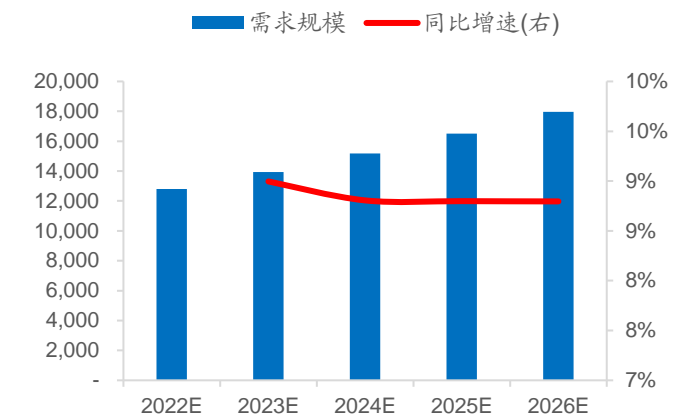
持续增长。

图 5: 中国变压器市场规模预测 (亿千伏安, %)



数据来源: 前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

图 6: 中国电线电缆需求规模预测 (亿元, %)



数据来源: 前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

## (二) 电池托盘市场快速增长, CTP 技术要求电池托盘同步升级

汽车轻量化趋势下, 铝合金电池托盘前景广阔。电池托盘起到保护新能源汽车电池组正常、安全工作的重要作用, 其重量也会直接影响电动车的整车载荷与续航能力。铝合金因其优异的可加工型、低密度、耐腐蚀性等特性, 被广泛应用于新能源汽车电池托盘, 是实现汽车轻量化的主要方案, 成为铝型材行业重要的增长点。新能源汽车产业的发展将为电池托盘业务带来大量订单。子公司众源新能源拟将新能源汽车电池包托盘及储能用电池包托盘年产能由10万件扩建至50万件。

顺应第二代CTP技术趋势, 电池托盘更新迭代赢得竞争优势。CTP技术具备空间利用率高、电池包重量轻、高能量密度和低成本等优势, 渗透率逐年升高, 同时也对于电池托盘的技术、材料、快速迭代等多方面提出更高要求, 未来水冷系统与电池托盘融合设计有望成为主流。及时布局CTP技术电池托盘, 才能更快抢占市场份额、获得超额收益。CTC等下一代方案的更高要求电池托盘存在多种技术难点, 且电池防护是核心, 需要电池托盘厂商与客户进行联合设计开发。

图 7: 电池托盘结构

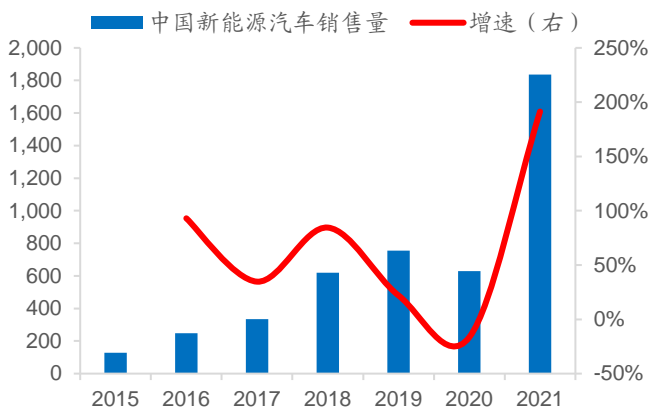


数据来源: 和胜股份官网, 广发证券发展研究中心

### （三）动力电池+储能电池，锂电铝箔市场空间广阔

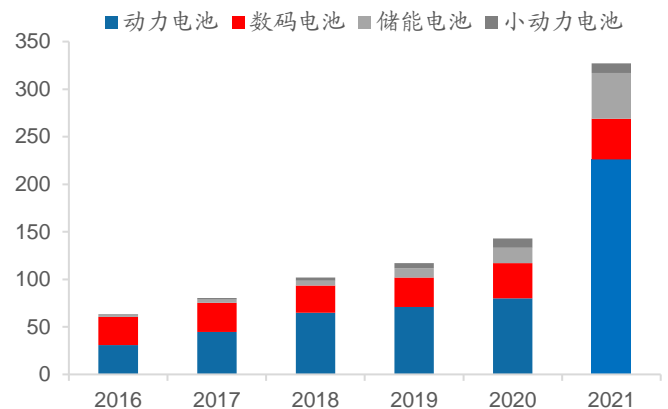
新能源汽车景气延续叠加锂电储能市场爆发，锂电铝箔需求强劲。锂电铝箔最终用于新能源汽车动力电池、储能、数码电子产品三大领域。据中一科技招股说明书以及德福科技招股说明书（申报稿）引用的GGII数据，2021年中国锂电池出货量为327GWh，同比增长128.83%。其中，动力电池、储能电池的出货量分别为226GWh、48GWh，同比分别增长182.5%、196.3%，带动锂电铝箔产销量大幅增长。中汽协数据显示，2021年中国新能源汽车销量为1,836万辆，同比增长191.36%，且未来总需求依然旺盛。受益于新能源汽车景气延续，储能领域超预期增长双重拉动，电池箔需求快速增长，据中国有色金属加工工业协会，2021年电池箔产量14万吨，是增长速度最快的细分领域，同比增长100%，未来市场空间广阔。

图 8：15-21年中国新能源汽车销售量（万辆，%）



数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

图 9：16-21年中国各终端锂电池出货量（GWh）



数据来源：中一科技招股说明书、德福科技招股说明书（申报稿）、GGII，广发证券发展研究中心

## 三、盈利预测和投资建议

### （一）盈利预测

#### 1. 核心假设

##### （1）产销量假设

随着公司IPO募投项目、技改项目以及本次定增项目产能逐步释放，预计2022-2024年公司铜板带箔产量分别为12.09万吨、13.30万吨以及18.30万吨（其中压延铜箔产量分别为3500吨、7000吨以及10000吨。），预计铜板带箔产销率维持100%。（2020和2021年铜板带箔产量分别为8.33万吨和10.99万吨，产销率分别为98.95%和99.96%。）

预计2022-2024年公司电池托盘等产品产量分别为10万件、60万件以及100万件。（公司于2021年10月设立众源新能源子公司从事动力电池金属结构件生产。）

预计公司电池铝箔（一期）2.5万吨产能于23年年底建成投产，24年贡献产量为1.25万吨。

### （2）单位售价假设

公司铜板带箔产品定价采用“铜价+加工费”的模式，原材料主要为电解铜。

基于RCEP签订、碳中和持续推进，叠加拜登基建计划的影响，中长期铜消费将增长。而铜精矿长期供给增速受到近几年CAPEX制约，未来几年依旧维持较低供应增速。中长期潜在供需缺口逐步扩大，铜价或将迎来一波景气周期。基于以上原因，假设2022-2024年铜现货含税均价维持在6.5万元/吨。（2020-2021年铜现货含税均价分别为4.89万元/吨和6.87万元/吨。）

公司电池托盘产品存在多种定价模式，例如一口价、铝价+加工费等，其中一口价形式较多，预计22-24年电池托盘单件均价维持2000元/件。（参考和胜股份20年年报和21年半年报，对应电池托盘售价分别为1812元/件和1976元/件，随着电池托盘的升级换代，单位售价呈上涨趋势。）

公司铝箔产品定价采用“铝价+加工费”的模式，原材料主要为铝锭、铝液以及铝卷。

国内电解铝产能接近产能红线，海外电解铝新增产能有限，在碳中和背景下，电解铝更多被用于新能源车和光伏等领域，长期需求依然可期，在国内成本端逐步抬升的背景下，预计未来电解铝价格将维持强势。基于以上原因，预计2022-2024年铝现货含税均价分别为1.95万元/吨、2万元/吨以及2万元/吨。（2020-2021年铝现货含税均价分别为1.42万元/吨和1.89万元/吨。）

铝箔加工费主要受市场供需影响，从目前已知的电池铝箔扩产节奏来看，我们预计22-24年国内电池铝箔市场依然维持供应紧平衡格局，因此预计电池铝箔加工费将维持强势。预计2024年公司电池铝箔平均含税加工费为1.6万元/吨。（据Wind，年初以来12um电池铝箔平均含税加工费维持在1.91万元/吨。）

### （3）单位成本假设

公司铜板带箔单位成本可拆解为原材料、直接人工以及制造费用。原材料成本假设主要基于（2）中的铜价假设，预计22-24年单吨直接人工和制造费用维持21年的水平。

公司电池托盘单位成本可拆解为原材料、加工成本（直接人工+制造费用）。原材料成本假设主要基于（2）中的铝价假设。据和胜股份20年年报和21年半年报，其汽车零部件产品（主要为电池托盘）毛利率分别为17.3%和19.06%，以此计算其电池托盘的单件成本分别约为1499元/件和1599元/件，按照电池托盘单件平均30kg重量计算，单件对应原材料成本分别为377元/件和539元/件，倒算得到单件加工成本分别约为1122元/件和1060元/件。参考和胜股份相关加工成本，预计22-24年公司电池托盘单件加工成本维持在1000元/件。

公司铝箔单位成本可拆解为原材料、加工成本（直接人工+制造费用）。其中原材料成本假设主要基于（2）中的铝价假设；加工成本方面，因公司目前尚未有电池铝箔

相关产品，因此我们以鼎胜新材相关加工成本为预测基础，预计24年公司电池铝箔单吨加工成本为0.6万元/吨。

## 2. 营收及毛利预测

预计公司2022-2024年营收分别为75.82亿元、93.59亿元以及136.20亿元，归母净利润分别为1.86亿元、3.50亿元以及6.27亿元，对应EPS分别为0.76、1.44以及2.57元/股。

表1：营收及营业成本预测

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>					
铜板带	3,808.38	6,753.51	7,358.62	8,135.35	11,198.14
其他业务	24.90	10.62	7.70	7.70	7.70
电池托盘	-	-	200.00	1,200.00	2,000.00
电池铝箔	-	-	-	-	398.23
其他业务收入	2.72	15.67	15.67	15.67	15.67
<b>营业收入</b>	<b>3,835.99</b>	<b>6,779.79</b>	<b>7,581.98</b>	<b>9,358.71</b>	<b>13,619.73</b>
<b>营业成本</b>					
铜板带	3,643.09	6,456.78	7,031.36	7,757.39	10,656.91
其他业务	24.25	8.64	7.53	7.53	7.53
电池托盘	-	-	160.91	974.80	1,624.67
电池铝箔	-	-	-	-	296.24
其他业务成本	-	8.81	8.81	8.81	8.81
<b>营业成本</b>	<b>3,667.35</b>	<b>6,474.24</b>	<b>7,208.60</b>	<b>8,748.54</b>	<b>12,594.17</b>

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

## （二）投资建议

公司未来长期增长方向主要是铜板带箔、电池托盘以及电池铝箔。目前国内从事铜板带箔业务的上市公司主要有博威合金等公司，从事电池托盘业务的上市公司主要有和胜股份等公司，从事电池铝箔业务的上市公司主要有万顺新材等公司。选取以上公司作为公司的可比公司。

基于可比公司估值及公司在电池托盘领域的产能扩张速度，我们认为公司22年合理PE估值为30倍，对应公司合理价值22.88元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表2：可比公司估值（EPS：元/股；PE：倍；收盘价：元/股，截止8月19日）

公司简称	股票代码	股价	22E EPS	23E EPS	22E PE	23E PE
博威合金	601137.SH	20.71	0.81	1.06	25.64	19.55
和胜股份	002824.SZ	44.53	1.61	2.54	27.60	17.52
万顺新材	300057.SZ	11.93	0.37	0.51	32.45	23.57
平均					28.57	20.21

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：EPS均为Wind一致预期

## 四、风险提示

### （一）铜板带箔项目扩产不及预期

公司铜板带箔项目扩产包括IPO募投项目、技改项目以及本次定增项目，如果相关项目进展不及预期，公司业绩会受影响。

### （二）电池托盘项目扩产不及预期或下游需求走弱

公司电池托盘项目扩产如果遇到瓶颈或者下游新能源车需求走弱，则会影响公司出货量，进而影响公司业绩。

### （三）电池托盘单件毛利不及预期

公司电池托盘项目的单价毛利预测是基于同行业水平，如果公司运营后无法达到行业水平，或使得业绩不及预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,053</b>	<b>1,496</b>	<b>2,204</b>	<b>2,680</b>	<b>3,836</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>-219</b>	<b>-18</b>	<b>135</b>	<b>192</b>	<b>144</b>
货币资金	113	189	758	936	1,362	净利润	62	137	185	349	624
应收及预付	393	649	726	896	1,304	折旧摊销	29	37	33	42	53
存货	412	527	586	712	1,024	营运资金变动	-325	-222	-112	-245	-595
其他流动资产	135	132	133	137	146	其它	15	30	29	45	61
<b>非流动资产</b>	<b>359</b>	<b>424</b>	<b>802</b>	<b>1,273</b>	<b>1,974</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-92</b>	<b>-90</b>	<b>-293</b>	<b>-297</b>	<b>-386</b>
长期股权投资	11	13	13	13	13	资本支出	-83	-81	-294	-297	-387
固定资产	275	295	472	744	1,144	投资变动	-12	-10	0	0	0
在建工程	15	35	235	435	735	其他	2	1	0	0	0
无形资产	40	39	40	40	40	<b>筹资活动现金流</b>	<b>137</b>	<b>186</b>	<b>728</b>	<b>283</b>	<b>669</b>
其他长期资产	19	42	42	42	42	银行借款	460	612	757	328	730
<b>资产总计</b>	<b>1,412</b>	<b>1,920</b>	<b>3,005</b>	<b>3,954</b>	<b>5,810</b>	股权融资	0	7	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>440</b>	<b>810</b>	<b>1,593</b>	<b>1,975</b>	<b>2,840</b>	其他	-323	-434	-29	-45	-61
短期借款	355	581	1,338	1,666	2,396	<b>现金净增加额</b>	<b>-175</b>	<b>76</b>	<b>570</b>	<b>178</b>	<b>426</b>
应付及预收	57	178	198	241	346	<b>期初现金余额</b>	<b>288</b>	<b>113</b>	<b>189</b>	<b>758</b>	<b>936</b>
其他流动负债	28	51	57	69	98	<b>期末现金余额</b>	<b>113</b>	<b>189</b>	<b>758</b>	<b>936</b>	<b>1,362</b>
<b>非流动负债</b>	<b>20</b>	<b>43</b>	<b>43</b>	<b>43</b>	<b>43</b>						
长期借款	0	2	2	2	2						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	20	41	41	41	41						
<b>负债合计</b>	<b>460</b>	<b>854</b>	<b>1,637</b>	<b>2,019</b>	<b>2,883</b>						
股本	244	244	244	244	244						
资本公积	298	298	298	298	298						
留存收益	379	488	791	1,359	2,353						
归属母公司股东权益	948	1,055	1,358	1,926	2,920						
少数股东权益	4	11	11	9	7						
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,412</b>	<b>1,920</b>	<b>3,005</b>	<b>3,954</b>	<b>5,810</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3,836</b>	<b>6,780</b>	<b>7,582</b>	<b>9,359</b>	<b>13,620</b>
营业成本	3,667	6,474	7,209	8,749	12,594
营业税金及附加	9	10	15	18	25
销售费用	11	14	18	21	32
管理费用	22	29	32	40	58
研发费用	37	57	70	85	122
财务费用	10	22	24	37	50
资产减值损失	-3	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>74</b>	<b>167</b>	<b>225</b>	<b>424</b>	<b>759</b>
营业外收支	0	-1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>74</b>	<b>167</b>	<b>225</b>	<b>424</b>	<b>759</b>
所得税	11	30	40	75	134
<b>净利润</b>	<b>62</b>	<b>137</b>	<b>185</b>	<b>349</b>	<b>624</b>
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>63</b>	<b>138</b>	<b>186</b>	<b>350</b>	<b>627</b>
EBITDA	119	232	271	490	841
EPS (元)	0.26	0.56	0.76	1.44	2.57

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	19.0%	76.7%	11.8%	23.4%	45.5%
营业利润增长	-29.7%	125.4%	34.8%	88.5%	78.8%
归母净利润增长	-32.4%	119.4%	35.2%	88.5%	78.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	4.4%	4.5%	4.9%	6.5%	7.5%
净利率	1.6%	2.0%	2.4%	3.7%	4.6%
ROE	6.6%	13.0%	13.7%	18.2%	21.5%
ROIC	5.8%	9.7%	7.2%	10.2%	12.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.5%	44.5%	54.5%	51.1%	49.6%
净负债比率	48.2%	80.1%	119.6%	104.3%	98.5%
流动比率	2.39	1.85	1.38	1.36	1.35
速动比率	1.38	1.19	1.01	0.99	0.99
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.72	3.53	2.52	2.37	2.34
应收账款周转率	10.73	10.55	10.55	10.55	10.55
存货周转率	9.31	12.87	12.93	13.15	13.30
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.26	0.56	0.76	1.44	2.57
每股经营现金流	-0.90	-0.07	0.55	0.79	0.59
每股净资产	3.89	4.33	5.57	7.90	11.98
<b>估值比率</b>					
P/E	31.23	21.36	26.00	13.80	7.72
P/B	2.06	2.79	3.56	2.51	1.66
EV/EBITDA	18.55	14.43	20.00	11.40	6.99

## 广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，24年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。
- 官帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
- 李超：资深分析师，CPA，上海财经大学经济学硕士。
- 陈先龙：高级分析师，复旦大学-LUISS 大学国际商务双硕士，曾任 CRU 中国首位电池金属材料分析师。

## 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	gfzqyf@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。