

英科再生 (688087.SH)

全产业链优势凸显，多品类扩张加速成长

核心观点:

- **2022H1 业绩同比增长 27%，全球、全产业链布局优势凸显。**2022H1 公司实现营业收入 10.71 亿元 (同比+18.51%)，归母净利润 1.44 亿元 (同比+26.89%)；Q2 归母净利润 0.95 亿元 (同比+34.39%)。受益于公司全球化、全产业链布局分散风险，以及加强渠道铺设及新品开发，成品框、线条、粒子等均保持两位数以上的增速；2022H1 汇兑收益 4087 万元亦增厚公司业绩。预期伴随 5 万吨/年 rPET 和 227 万箱/年装饰框产能在今年陆续投产放量下，全年业绩增速依旧可期。
- **5 万吨/年 rPET 项目已获多项认证、产能放量在即，多品类扩张彰显长期成长潜力。**2022H1 再生 PS 制品合计实现 8.32 亿元营收 (成品框/线条分别为 5.72/2.60 亿元)，贡献 86% 毛利。马来西亚 5 万吨/年 rPET 项目已完成多项模块调试；rPET 粒子也已取得 FDA、EFSA 等多项认证，品牌商及第三方机构认证正有序推进中，产能放量可期。此外公司于 4 月启动 10 万吨/年多品类 (PET、PP、PE) 再生项目建设，深加工环节的 227 万箱/年装饰框及线材项目、100 万片高端铁艺制品亦将在今年逐步放量，产能及品类扩张的逻辑持续兑现。
- **再生塑料市场空间释放，公司具备渠道+技术优势将占得先机。**2022 年 6 月欧洲议会通过碳边境调节机制 (CBAM) 草案修正方案，新增有机化学品、塑料等行业。且欧盟明确食品级 rPET 在 2025/2030 年添加 25%/30%，预期带来近 90 万吨/年 rPET 需求增量 (2030 年)、全球 rPET 需求潜力达 920 万吨/年，公司坐拥成熟前后端渠道有望占得先机。国内方面，《塑料再生利用产业碳排放量计算标准》已于 2022 年 4 月进行第二次编制工作会议，标准完善后有望加速国内市场发展。
- **盈利预测及投资建议：产能+品类扩张加速，维持“买入”评级。**预计 2022-2024 年实现归母净利润 3.41/4.81/6.76 亿元，对应 PE 为 20.9/14.8/10.6 倍。产能及品类扩张带来高业绩增长，参考可比公司给予 2022 年 35 倍 PE，合理价值 88.55 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**境外收入占比较高、政策风险、新产品开发失败风险等。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,699	1,990	2,743	3,811	5,234
增长率 (%)	33.5	17.1	37.8	38.9	37.4
EBITDA (百万元)	336	340	485	643	872
归母净利润 (百万元)	217	240	341	481	676
增长率 (%)	128.2	10.4	42.1	41.3	40.4
EPS (元/股)	2.18	1.80	2.53	3.57	5.02
市盈率 (P/E)	-	52.41	20.94	14.82	10.55
ROE (%)	22.5	13.0	15.5	18.0	20.2
EV/EBITDA	-	35.47	14.66	10.79	7.73

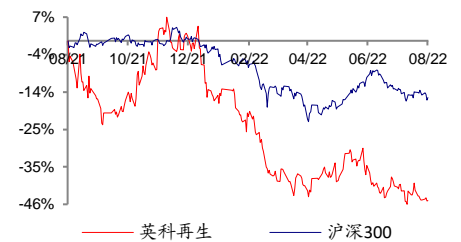
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 备注：ROE 为摊薄口径

公司评级

买入

当前价格	52.97 元
合理价值	88.55 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-26

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究:

英科再生 (688087.SH): 2022-04-15

“万物再生”时代，产能+品类扩张促成长

英科再生 (688087.SH): 拟 2022-04-11

投资 10 万吨/年塑料再生项目，产能+品类扩张加速

英科再生 (688087.SH): 激 2022-03-29

励草案发布彰显发展信心，产能建设稳步推进

联系人: 荣凌琪 021-38003800

ronglingqi@gf.com.cn

目录索引

一、22H1 业绩同比增长 27%，全产业链布局优势凸显.....	4
二、5 万吨/年 RPET 项目放量可期，产品+品类扩张助力成长.....	6
三、欧洲 R-PET 市场空间释放，公司先发优势明显.....	8
四、盈利预测.....	10
五、风险提示.....	11

图表索引

图 1: 2022H1 公司实现营业收入 10.71 亿元.....	4
图 2: 2022H1 公司实现归母净利润 1.44 亿元.....	4
图 3: 2022H1 公司期间费用总额为 1.27 亿元.....	4
图 4: 2022H1 公司实现期间费用率 11.90%.....	4
图 5: 2022H1 公司毛利率、归母净利率分别为 28.67%、13.43%.....	5
图 6: 2022H1 公司现金收现与营收的比值为 104%.....	5
图 7: 2022H1 经营性现金净额与业绩的比值为 120%.....	5
图 8: 2022H1 公司经营性现金流净额达 1.73 亿元.....	5
图 9: 2022H1 实现 5.72 亿元成品框收入.....	6
图 10: 2022H1 成品框收入占比达 53.4%.....	6
图 11: 2022H1 成品框毛利率达 32.3%.....	6
图 12: 公司分业务毛利润情况.....	6
图 13: 公司持续扩张再生塑料产能.....	7
图 14: 欧洲塑料消费量中 PET 约占 8%.....	8
图 15: PET 饮料瓶消费量占 PET 消费量的 73%.....	8
图 16: 食品级再生 PET 平均市场价远超原生 PET.....	9
图 17: 再生 PET 成本与 PET 新料相当.....	9
图 18: 公司已实现塑料循环利用全产业链业务.....	10
表 1: 限制性股票激励计划激励对象.....	7
表 2: 解除限售时间及比例.....	8
表 3: 公司各年度业绩考核目标.....	8
表 4: 测算 2030 年欧洲将产生 88.8 万吨食品级再生 PET 需求.....	9
表 5: 公司同业对比 (日期收盘价 2022/08/25).....	10

一、22H1 业绩同比增长 27%，全产业链布局优势凸显

全产业链+全球化布局优势凸显，22H1公司业绩同比增长27%。公司发布2022年半年报：2022H1公司实现营业收入10.71亿元（同比+18.51%），归母净利润1.44亿元（同比+26.89%）；其中单二季度实现归母净利润0.95亿元（同比+34.39%）。受益于公司全球化、全产业链布局分散风险，以及公司加强渠道铺设及新品开发，成品框、线条、粒子等均保持两位数以上的增速。此外，公司业务以出口为主，2022H1人民币贬值带来汇兑收益4087万元亦增厚公司业绩。

图 1：2022H1 公司实现营业收入 10.71 亿元

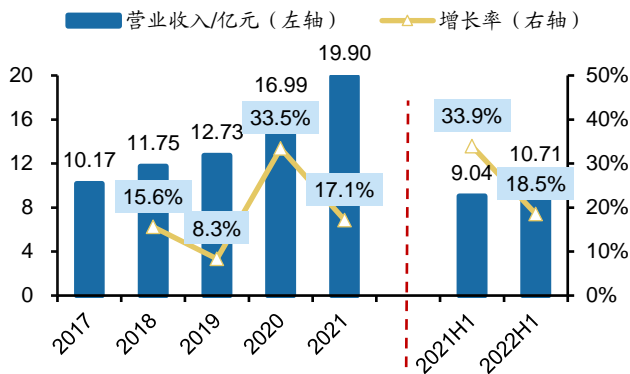
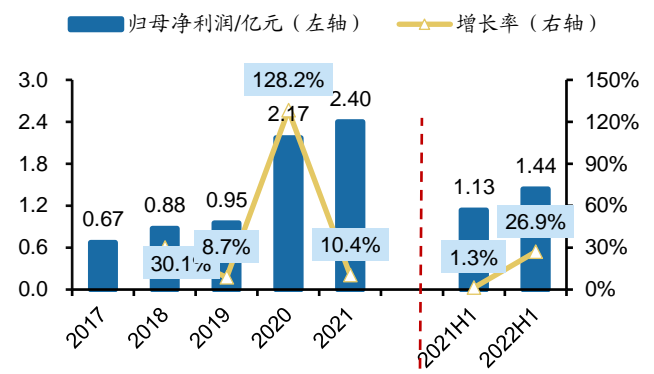


图 2：2022H1 公司实现归母净利润 1.44 亿元

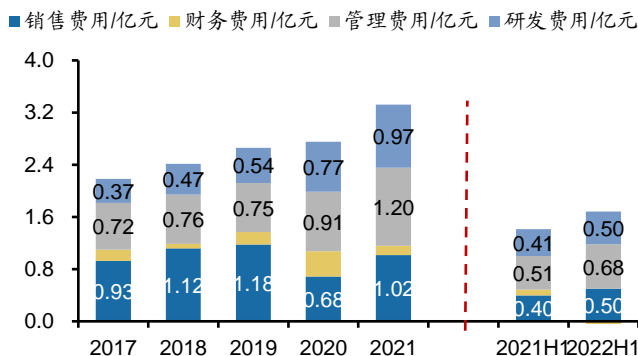


数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

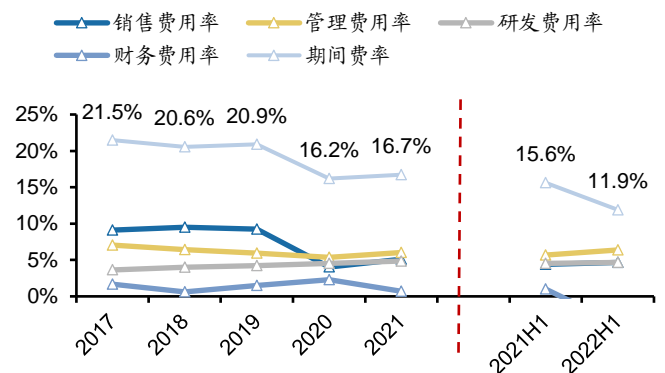
2022H1公司获得汇兑收益0.41亿元，带动期间费用率下降至11.90%。2022H1公司期间费用率同比下滑3.71pct至11.90%，主要系公司产生4087万元汇兑收益，带动公司财务费用率由2021H1的1.01%下降至2022H1的-3.81%。此外，2022H1公司销售费用率为4.65%（同比+0.26pct），管理费用率为6.38%（同比+0.69pct）、研发费用率为4.68%（同比+0.16pct）。2022H1公司毛利率、归母净利率分别为28.67%、13.43%。

图 3：2022H1 公司期间费用总额为 1.27 亿元



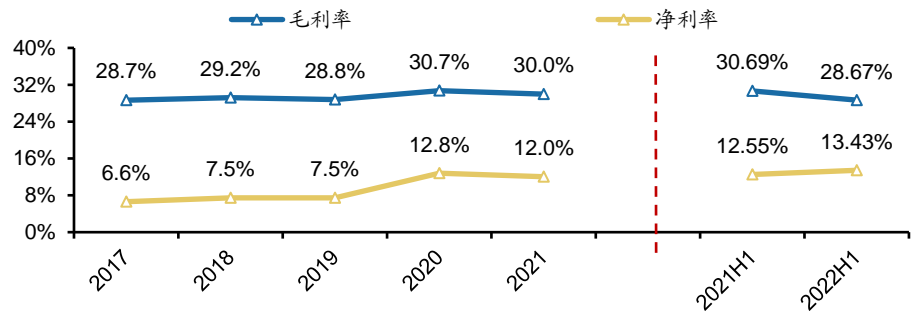
数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 4：2022H1 公司实现期间费用率 11.90%



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 5: 2022H1公司毛利率、归母净利率分别为28.67%、13.43%

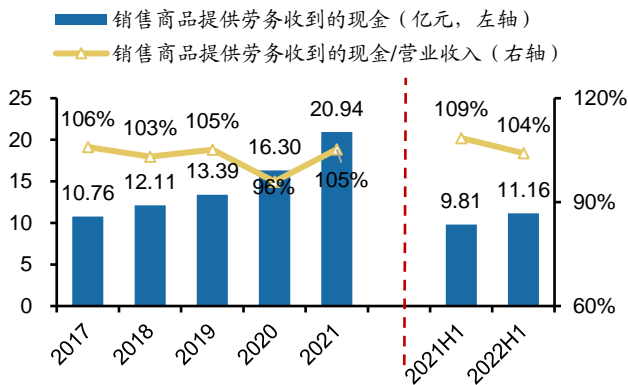


数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 调整毛利率为扣除 2020 年一次性业务 (防护面罩业务) 后的毛利率。调整净利率为扣除非经常性损益后的净利润/营业收入。

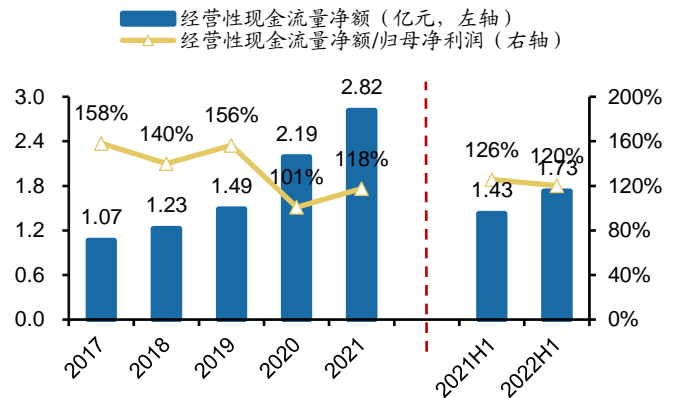
净现稳定在1.2以上, 公司现金流情况良好。受益于公司后端再生PS制品业务 (环保塑料成品框和再生PS线条) 带来的高收入, 公司2022H1年经营性现金流净额达1.73亿元 (同比+21.20%), 净现比保持在1.2左右较高水平, 现金流情况良好, 支撑新项目投资能力强。2022H1投资活动现金流量净流出额达2.63亿元, 与去年同期的1.13亿元相比增加较多主要系公司购买设备、建设厂房支付的现金增加。

图 6: 2022H1公司现金收现与营收的比值为104%



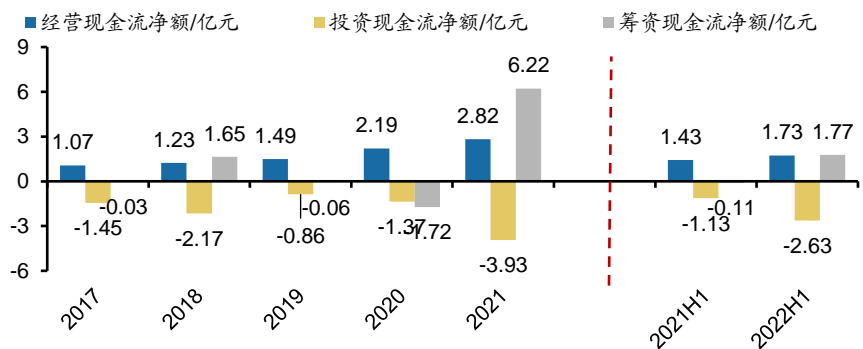
数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 2022H1经营性现金净额与业绩的比值为120%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 2022H1公司经营性现金流净额达1.73亿元

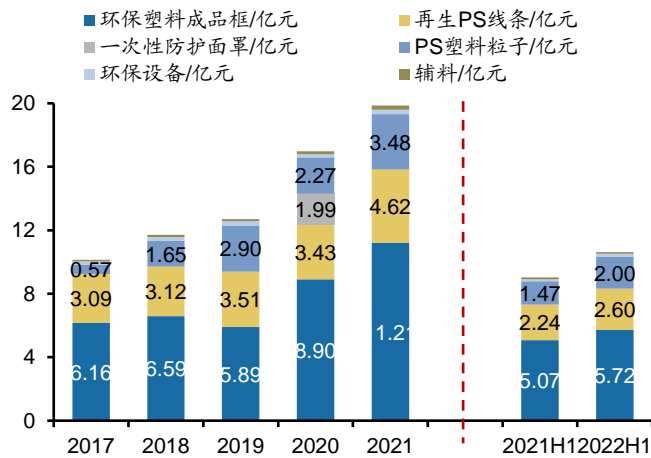


数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

二、5万吨/年 rPET 项目放量可期，产品+品类扩张助力成长

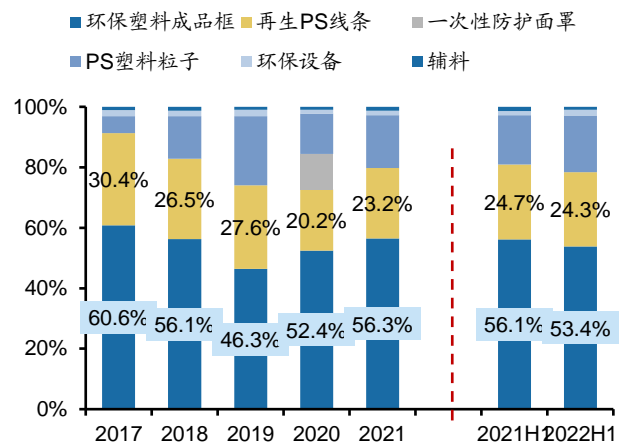
2022H1再生PS制品合计实现8.32亿元营收，贡献86%的毛利润。分业务看，公司营收主要来自具有强消费属性的再生PS制品（环保塑料成品框和再生PS线条），2022H1合计实现营收8.32亿元（成品框、线条分别为5.72和2.60亿元），合计占总营收的77.64%；此外再生塑料粒子和回收设备业务分别实现营收2.00和0.20亿元。从毛利率看，成品框毛利率同比增长0.52pct至32.29%，整体保持稳定。

图 9：2022H1实现5.72亿元成品框收入



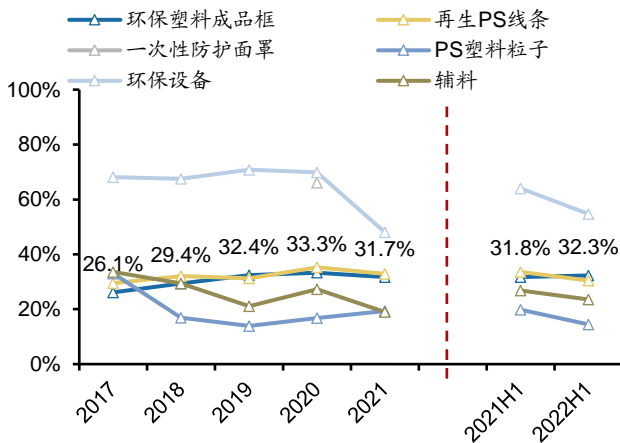
数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 10：2022H1 成品框收入占比达 53.4%



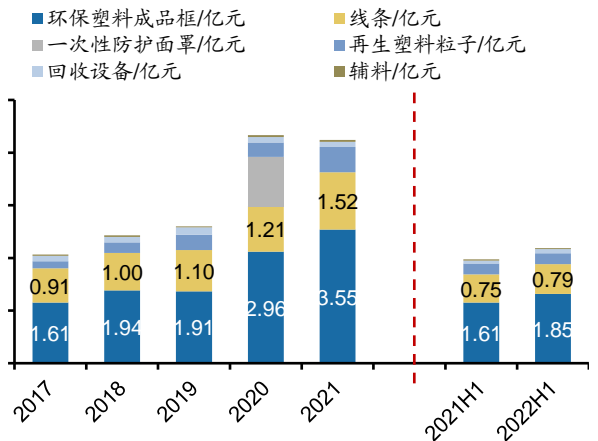
数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 11：2022H1成品框毛利率达32.3%



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 12：公司分业务毛利润情况



数据来源：广发证券发展研究中心

5万吨/年rPET项目已获多项认证，产能+品类扩张彰显长期成长潜力。2022H1马来西亚5万吨/年rPET项目已完成从前端“破碎、清洗、分选”到后端“造粒、增粘”等模块的调试，已经可生产出食品级再生粒子、片材及纤维级再生粒子，打通rPET“瓶到瓶”应用。此外，rPET粒子现已取得FDA、EFSA、GRS、清真等认证，其他大品牌商及第三方机构认证正有序推进中。此外公司于4月启动10万吨/年多品类（PET、

PP、PE)再生项目建设,总投资约8亿元,持续兑现产能及品类扩张的逻辑。而深加工环节,227万箱/年装饰框及线材项目、100万片高端铁艺制品亦将在今年逐步放量。

图 13: 公司持续扩张再生塑料产能



数据来源: 公司项目公告梳理, 广发证券发展研究中心

股权激励草案发布, 解锁目标2022-2025年业绩分别较2021年净利润增长15%/32%/59%/90%。2022年3月公司公告拟授予董事、高管、核心技术人员等427人共159.76万股, 授予价格为28.90元/股。公司2021年实现归母净利润2.40亿元, 根据激励计划增速目标, 以2021年归母净利润为基准, 测算2022-2025年考核目标分别为2.76/3.17/3.81/4.56亿元(剔除股份支费用影响)。2022年6月, 公司第一类限制性股票159.51万股已授予登记完成。

表 1: 限制性股票激励计划激励对象

序号	姓名	国籍	职务	获授的限制性股票数量(股)	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告时股本总额的比例
一、董事、高级管理人员、核心技术人员						
1	金喆	中国	董事、总经理	50000	3.1%	0.0376%
2	杨奕其	中国	董事、物流部副经理	3000	0.2%	0.0023%
3	李志杰	中国	总工程师、核心技术人员	20000	1.3%	0.015%
4	李寒铭	中国	财务负责人	20000	1.3%	0.015%
5	朱琳	中国	董事会秘书	30000	1.9%	0.0226%
6	王青青	中国	核心技术人员、技术经理	1000	0.1%	0.0008%
小计(6人)				124000	7.8%	0.0932%
二、其他激励对象						
管理人员、技术(业务)骨干及高潜人员(421人)				1473600	92.2%	1.1077%
合计				1597600	100%	1.2009%

数据来源: 《2022年限制性股票激励计划(草案)》, 广发证券发展研究中心

表 2: 解除限售时间及比例

解除限售期	解除限售时间	解除限售比例
第一个解除限售期	自限制性股票登记完成之日起 12 个月后的首个交易日起至限制性股票登记完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	25%
第二个解除限售期	自限制性股票登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至限制性股票登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	25%
第三个解除限售期	自限制性股票登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至限制性股票登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	25%
第四个解除限售期	自限制性股票登记完成之日起 48 个月后的首个交易日起至限制性股票登记完成之日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	25%

数据来源: 《2022 年限制性股票激励计划(草案)》, 广发证券发展研究中心

表 3: 公司各年度业绩考核目标

解除限售期	对应考核年度	考核指标
第一个解除限售期	2022 年	以 2021 年净利润为基数, 2022 年净利润增长率不低于 15%
第二个解除限售期	2023 年	以 2021 年净利润为基数, 2023 年净利润增长率不低于 32%
第三个解除限售期	2024 年	以 2021 年净利润为基数, 2024 年净利润增长率不低于 59%
第四个解除限售期	2025 年	以 2021 年净利润为基数, 2025 年净利润增长率不低于 90%

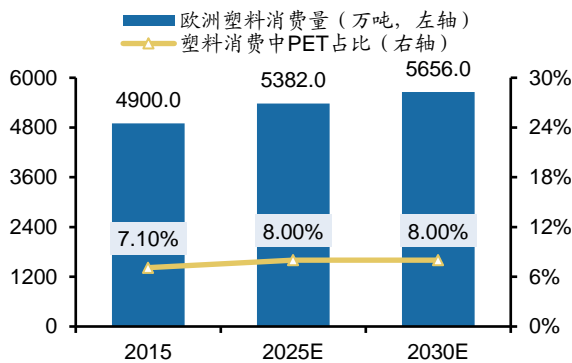
数据来源: 《2022 年限制性股票激励计划(草案)》, 广发证券发展研究中心

备注: 净利润以归属于母公司股东的净利润(扣非前)并剔除实施本次股权激励计划产生的股份支付费用影响的数值作为计算依据

三、欧洲 r-PET 市场空间释放, 公司先发优势明显

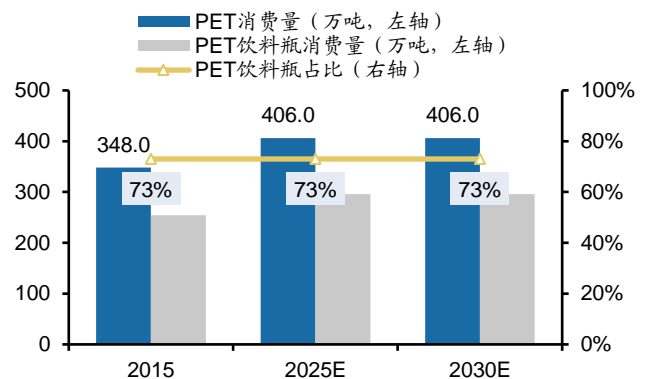
欧盟明确2025、2030年PET瓶再生料比例要求, 同等标准测算下全球远期食品级rPET需求潜力可达920万吨/年。欧盟《关于减少某些对环境影响的塑料制品的指令》中明确要求以PET为主要成分的饮料容器中再生塑料的使用比例到2025年不少于25%, 到2030年不少于30%, 未来对于食品级再生PET的需求将不断上升, 预期欧盟2030年食品级rPET需求潜力可达88.8万吨/年, 同等标准下全球远期食品级rPET需求潜力可达920万吨/年。

图 14: 欧洲塑料消费量中PET约占8%



数据来源: Plastics Europe, statista, 广发证券发展研究中心

图 15: PET 饮料瓶消费量占 PET 消费量的 73%



数据来源: Plastics Europe, statista, 广发证券发展研究中心

表 4: 测算2030年欧洲将产生88.8万吨食品级再生PET需求

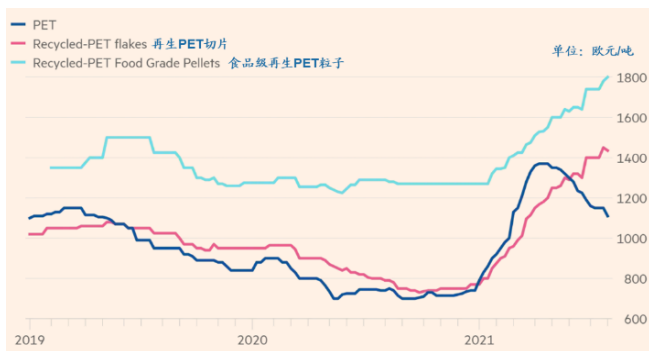
	欧洲塑料消费量 (万吨)	塑料消费中 PET 占比 (%)	PET 消费量 (万吨)	PET 饮料瓶占比 (%)	PET 饮料瓶消费量 (万吨)	政策要求再生料占比 (%)	食品级再生 PET 需求 (万吨)
2019	5070	7.90%	401	73%	292		
2025E	5382	8.00%	406	73%	296	25%	74
2030E	5656	8.00%	406	73%	296	30%	88.8

数据来源: Plastics Europe, statista, 广发证券发展研究中心

备注: 背景色标灰数值为预测/假设值或者基于预测/假设的测算值

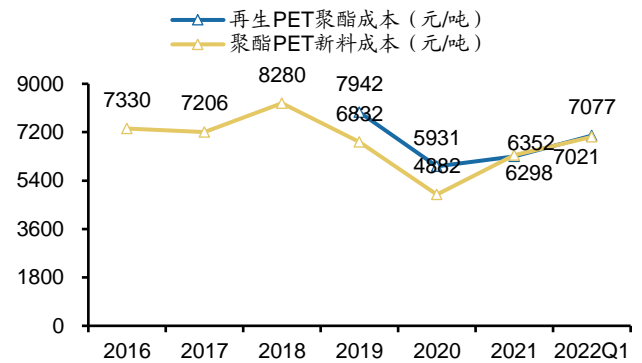
政策明确食品级rPET使用比例要求, 价格倒挂下再生rPET利润空间丰厚。与其他再生塑料品类价格普遍低于原生塑料的现状不同, 由于欧盟政策规定2030年PET瓶中再生料使用比例不低于30%, 并且可口可乐等国际龙头明确再生料使用目标导致高端rPET粒子供不应求下, 近两年欧盟食品级再生PET价格已超出原生PET价格200~700欧元/吨左右, 形成了价格倒挂, 食品级再生PET价格高达2万元/吨。而再生PET成本与PET新料相当, 食品级再生PET利润空间厚。

图 16: 食品级再生PET平均市场价远超原生PET



数据来源: S&P Global Platts, 广发证券发展研究中心

图 17: 再生PET成本与PET新料相当



数据来源: 百川盈孚, 广发证券发展研究中心

食品rPET提出更高技术要求, 公司具备渠道、技术优势, 竞争力突出。从渠道层面来看, 当前全球回收渠道网点多且分散, 且不同国家之间废料价格差异显著, 因此能否打通全球各细分地区的众多回收渠道是再生造粒企业成功的重要前提, 已经拥有废塑料成熟回收及销售渠道的企业优势显著。另一方面, 伴随着食品rPET需求释放, 历史普遍使用的物理法无法达到产品标准, 而掌握“瓶对瓶”物理+化学法中核心技术的企业同样具备一定话语权。公司已打通上游回收及下游销售渠道, 且在技术领域, 截至2022H1, 公司累积获得发明专利10件、实用新型专利100件, 亦有PS、PET回收利用相关的多项在研项目达到国际及国内先进水平。

图 18: 公司已实现塑料循环利用全产业链业务



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

四、盈利预测

产能+品类扩张加速，维持“买入”评级。预计2022-2024年实现归母净利润3.41/4.81/6.76亿元，对应PE为20.9/14.8/10.6倍。公司全球化的全产业链优势显著，产能及品类扩张带来高业绩增长，股权激励彰显公司发展信心。给予2022年35倍PE，对应合理价值88.55元/股，“买入”评级。

表 5: 公司同业对比 (日期收盘价 2022/08/25)

公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	PE/倍				归母净利润/亿元			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
格林美	447	8.83	53.62	27.04	18.68	14.43	9.23	16.54	23.94	31.00
三联虹普	65	20.46	40.21	25.53	20.01	15.81	1.91	2.55	3.26	4.12

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心 备注：同行业公司盈利预测来自Wind一致预期

五、风险提示

境外销售收入占比较高的风险：公司境外销售收入占比较高，与美国、欧洲、东南亚等各国家和地区客户保持长期合作，各国的贸易政策变化均会对公司的出口造成影响。

境外子公司所在地的政策风险：公司全资子公司马来西亚英科已是公司最主要的PS再生造粒生产基地，此外马来西亚英科5万吨/年PET回收再生项目已完成调试，未来也将从世界各地采购可再生PET塑料。若马来西亚的相关政策，包括海关、环保、产业政策等发生调整，公司原材料供应可能面临重大风险。

新产品开发失败的风险：如果公司新技术、新产品研发失败或研发的产品不能契合市场需求，将对公司经营带来不利影响。

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
流动资产	584	1,276	1,184	1,552	2,020	经营活动现金流	219	282	352	436	593
货币资金	89	558	236	325	436	净利润	217	240	341	481	676
应收及预付	265	305	441	561	701	折旧摊销	58	65	99	101	118
存货	207	257	370	517	719	营运资金变动	-105	-63	-93	-156	-203
其他流动资产	23	155	137	148	164	其它	49	39	6	10	2
非流动资产	752	949	1,664	1,826	2,092	投资活动现金流	-137	-393	-813	-265	-382
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-150	-270	-814	-266	-386
固定资产	450	482	949	1,142	1,344	投资变动	0	-94	0	0	0
在建工程	172	324	564	524	580	其他	13	-29	1	1	4
无形资产	97	91	100	109	118	筹资活动现金流	-172	622	138	-82	-100
其他长期资产	33	50	50	50	50	银行借款	170	169	144	-74	-95
资产总计	1,336	2,224	2,847	3,378	4,113	股权融资	50	681	2	0	0
流动负债	329	297	578	628	687	其他	-392	-227	-7	-9	-5
短期借款	83	25	169	95	0	现金净增加额	-113	480	-322	89	111
应付及预收	165	167	279	352	438	期初现金余额	191	78	558	236	325
其他流动负债	82	105	131	180	248	期末现金余额	78	558	236	325	436
非流动负债	40	77	77	77	77						
长期借款	11	38	38	38	38						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	29	39	39	39	39						
负债合计	369	374	655	705	763						
股本	100	133	135	135	135						
资本公积	157	780	780	780	780						
留存收益	715	954	1,295	1,776	2,452						
归属母公司股东权益	967	1,850	2,193	2,674	3,350						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	1,336	2,224	2,847	3,378	4,113						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	1,699	1,990	2,743	3,811	5,234	成长能力					
营业成本	1,177	1,394	1,928	2,696	3,750	营业收入增长	33.5%	17.1%	37.8%	38.9%	37.4%
营业税金及附加	9	11	16	23	31	营业利润增长	129.0%	7.9%	47.1%	41.0%	40.3%
销售费用	68	102	132	175	220	归母净利润增长	128.2%	10.4%	42.1%	41.3%	40.4%
管理费用	91	120	173	229	293	获利能力					
研发费用	77	97	126	171	230	毛利率	30.7%	30.0%	29.7%	29.3%	28.4%
财务费用	39	14	5	7	3	净利率	12.8%	12.0%	12.4%	12.6%	12.9%
资产减值损失	-3	-3	0	0	0	ROE	22.5%	13.0%	15.5%	18.0%	20.2%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROIC	23.6%	12.9%	14.4%	17.4%	20.0%
投资净收益	0	0	1	1	4	偿债能力					
营业利润	240	259	381	537	753	资产负债率	27.6%	16.8%	23.0%	20.9%	18.6%
营业外收支	0	8	0	-2	-2	净负债比率	38.2%	20.2%	29.9%	26.3%	22.8%
利润总额	239	266	381	535	751	流动比率	1.77	4.29	2.05	2.47	2.94
所得税	22	27	40	53	75	速动比率	1.03	3.09	1.29	1.50	1.71
净利润	217	240	341	481	676	营运能力					
少数股东损益	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.27	0.89	0.96	1.13	1.27
归属母公司净利润	217	240	341	481	676	应收账款周转率	7.45	9.68	7.30	8.11	9.13
EBITDA	336	340	485	643	872	存货周转率	8.20	7.74	7.42	7.37	7.28
EPS (元)	2.18	1.80	2.53	3.57	5.02	每股指标 (元)					
						每股收益	2.18	1.80	2.53	3.57	5.02
						每股经营现金流	2	2	3	3	4
						每股净资产	9.69	13.91	16.29	19.86	24.88
						估值比率					
						P/E	-	52.41	20.94	14.82	10.55
						P/B	-	6.79	3.25	2.67	2.13
						EV/EBITDA	-	35.47	14.66	10.79	7.73

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 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	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。