

# 云海金属 (002182.SZ)

步入加速发展期，受益于镁价上涨趋势

买入

## 核心观点

**2023H1 公司归母净利润同比下降 76%。**2023H1 公司实现营收 35.3 亿元（-28.8%），归母净利润 1.21 亿元（-75.9%），扣非归母净利润 1.11 亿元（-77.3%），经营性净现金流 2.94 亿元（-29.5%）。其中 2023Q2 单季营收 18.4 亿元（-25.3%），归母净利润 0.71 亿元（同比-64.4%，环比+39.7%），扣非归母净利润 0.65 亿元（同比-66.6%，环比+43.5%）。

**公司盈利同比下滑主因镁价下跌。**公司盈利高度依赖于镁价，且盈利主要来自镁冶炼，近两年镁价大幅波动，2020/2021/2022/2023H1 年镁年均价分别为 13713/25887/30655/22428 元/吨。云海金属拥有 10 万吨原镁产能，受益于 2022 年高镁价，公司原镁和镁合金版块盈利大幅提升。之后镁价大幅回落，2023H1 镁锭均价为 22428 元/吨，公司盈利随之下滑。

**公司镁合金深加工产品利润增长显著。**公司 2023H1 盈利下滑主要来自镁合金产品，其毛利润从 2022H1 的 8.1 亿元下降到 2023H1 的 1.7 亿元，盈利占比从 78.4%下滑到 41.8%。2023H1 铝合金深加工产品毛利润为 0.75 亿元，同比微增 0.07 亿元。2023H1 镁合金深加工产品毛利润为 0.35 亿元，同比增加 0.23 亿元。

**宝钢金属成为控股股东。**截至 2023 年 8 月 21 日止，云海金属实际向宝钢金属增发 6200 万股，本次权益变动完成后，宝钢金属持有公司 21.53% 的股份，梅小明持有公司 16.45% 的股份，公司控股股东将变更为宝钢金属，实际控制人将变更为国务院国资委，公司拟更名为“宝武镁业科技有限公司”。

**风险提示：**项目建设进度不及预期风险；原料成本上涨或镁价下跌风险；镁合金及铝合金深加工产品市场竞争加剧风险。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。

假设 2023-2025 年镁锭价格均为 22000 元/吨，镁合金价格均为 23400 元/吨，预计 2023-2025 年收入 128/181/237 亿元，同比增速 40.3%/41.8%/30.9%，归母净利润 5.60/10.95/15.76 亿元（原预测值 6.84/13.22/19.52 亿元），同比增速-8.3%/95.4%/43.9%；摊薄 EPS 分别为 0.87/1.69/2.44 元，当前股价对应 PE 分别为 24/12/9x。公司是全球镁产业链一体化龙头，当前处于项目集中建设期、产能加速扩张期，对镁价具有高盈利弹性，受益于镁价上涨趋势，同时依托宝武国际化的市场资源和强大的汽车市场背景，在汽车轻量化领域的渗透进一步加速，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

|              | 2021   | 2022  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 8,117  | 9,105 | 12,774 | 18,108 | 23,697 |
| (+/-%)       | 36.5%  | 12.2% | 40.3%  | 41.8%  | 30.9%  |
| 净利润(百万元)     | 493    | 611   | 560    | 1095   | 1576   |
| (+/-%)       | 102.2% | 24.0% | -8.3%  | 95.4%  | 43.9%  |
| 每股收益(元)      | 0.76   | 0.95  | 0.87   | 1.69   | 2.44   |
| EBIT Margin  | 8.1%   | 9.4%  | 6.7%   | 11.7%  | 13.8%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 14.5%  | 15.5% | 13.5%  | 23.8%  | 30.2%  |
| 市盈率 (PE)     | 27.7   | 22.3  | 24.3   | 12.5   | 8.7    |
| EV/EBITDA    | 20.0   | 16.3  | 19.1   | 10.3   | 7.9    |
| 市净率 (PB)     | 4.03   | 3.47  | 3.28   | 2.97   | 2.61   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 有色金属·小金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

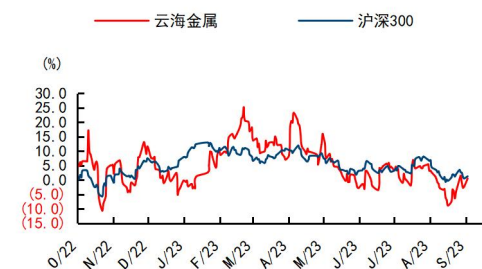
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 买入(维持)          |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 21.10 元         |
| 总市值/流通市值    | 14948/11757 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 27.45/18.81 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 160.82 百万元      |

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

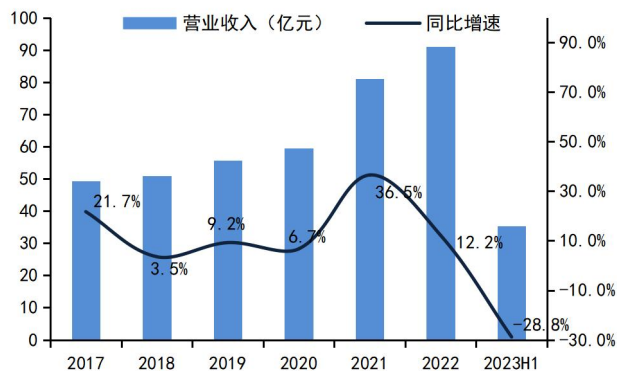
### 相关研究报告

《云海金属 (002182.SZ) - 镁下游需求空间打开，产业链龙头依托股东优势加速扩张》——2023-04-18

《云海金属 (002182.SZ) - 镁产业链龙头，依托股东优势加速扩张》——2023-04-09

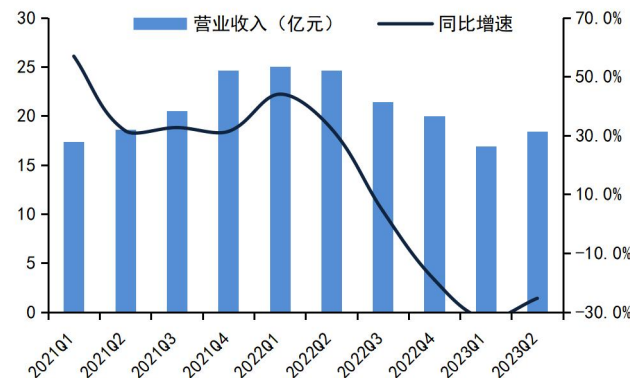
**2023H1 公司归母净利润同比下降 76%。**2023H1 公司实现营收 35.3 亿元（-28.8%），归母净利润 1.21 亿元（-75.9%），扣非归母净利润 1.11 亿元（-77.3%），经营性净现金流 2.94 亿元（-29.5%）。其中 2023Q2 单季营收 18.4 亿元（-25.3%），归母净利润 0.71 亿元（同比-64.4%，环比+39.7%），扣非归母净利润 0.65 亿元（同比-66.6%，环比+43.5%）。

图1：云海金属营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：云海金属单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



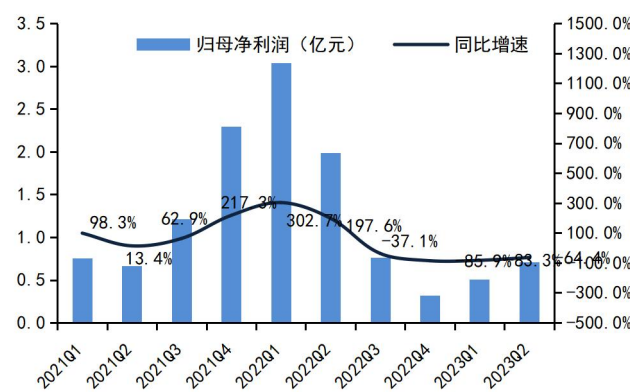
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：云海金属归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：云海金属单季归母净利润（单位：亿元、%）

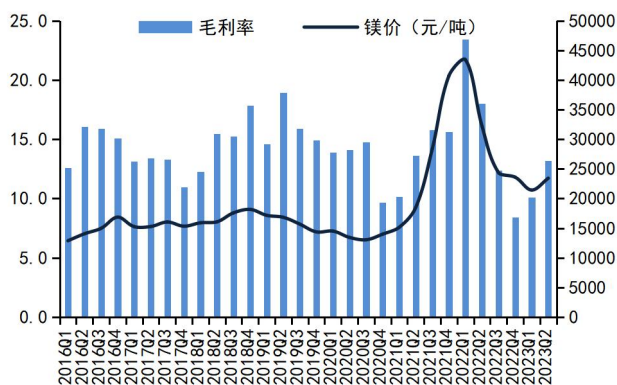


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

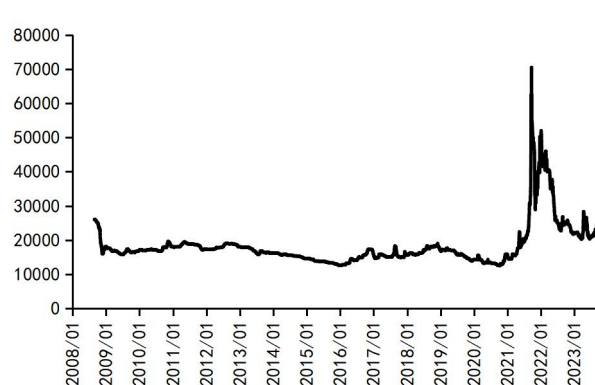
**公司盈利同比下滑主因镁价下跌。**公司盈利高度依赖于镁价（图 5），且盈利主要来自镁冶炼，即子公司五台云海和巢湖云海（表 1，图 7），近两年镁价大幅波动（图 6）。我国镁冶炼产能分布集中，陕西榆林府谷县原镁产量占全国 50%以上，2021 年受“能耗双控”影响限电停产，造成镁价急速上涨，2022 年以来随着供应恢复、需求走弱，镁价逐渐回落，2020/2021/2022/2023H1 年镁年均价分别为 13713/25887/30655/22428 元/吨。云海金属拥有 10 万吨原镁产能，受益于 2022 年高镁价，公司原镁和镁合金板块盈利大幅提升。之后镁价大幅回落，2023H1 镁锭均价为 22428 元/吨。

图5：公司单季度毛利率与镁价的关系

图6：国内镁锭价格（元/吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 镁冶炼子公司盈利情况（万元）

五台云海镁业有限公司

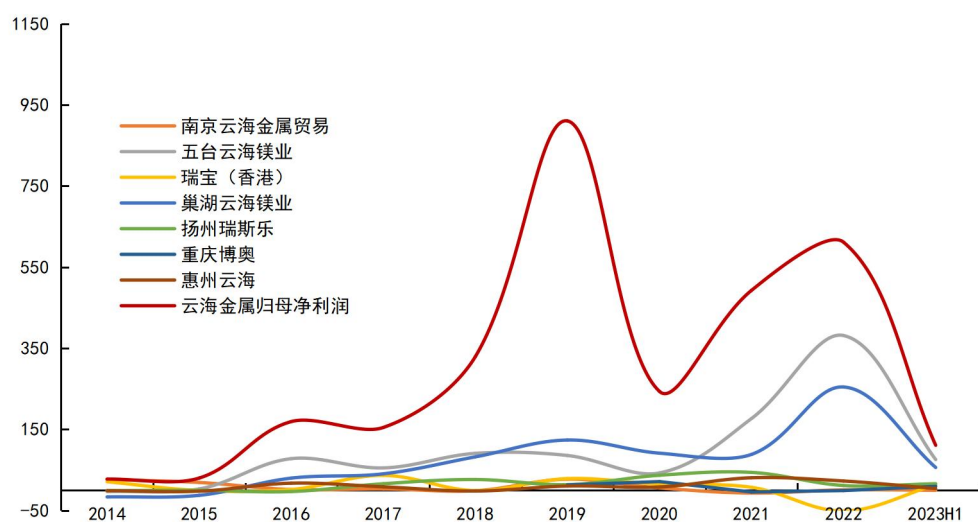
|        | 营业收入   | 净利润   |
|--------|--------|-------|
| 2020   | 88213  | 4276  |
| 2021   | 149936 | 17699 |
| 2022   | 208583 | 38144 |
| 2023H1 | 72181  | 7564  |

巢湖云海镁业有限公司

|        | 营业收入   | 净利润   |
|--------|--------|-------|
| 2020   | 100182 | 9150  |
| 2021   | 142193 | 8855  |
| 2022   | 213705 | 25458 |
| 2023H1 | 90827  | 5618  |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 主要子公司净利润（百万元）



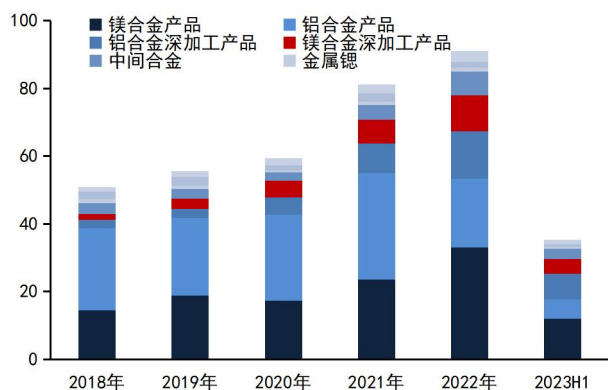
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

高毛利产品营收占比增加。今年以来低毛利的铝合金业务规模大幅缩减，营收占

比从 2022H1 的 24.5% 下降到 2023H1 的 16.1%，高毛利的铝合金深加工产品营收占比从 13.1% 增加到 21.2%，镁合金深加工产品营收占比从 9.6% 增加到 12.4%。

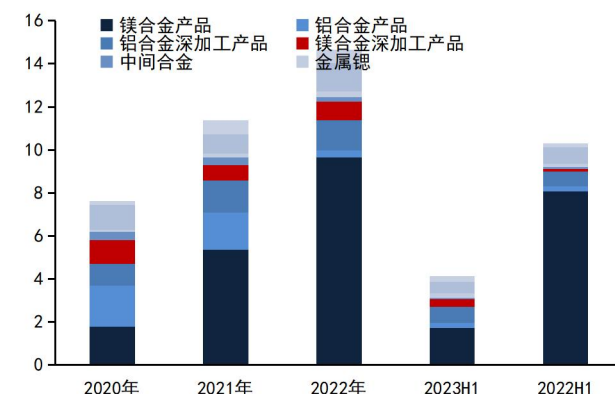
**公司镁合金深加工产品利润增长显著。**公司 2023H1 盈利下滑主要来自镁合金产品，其毛利润从 2022H1 的 8.1 亿元下降到 2023H1 的 1.7 亿元，盈利占比从 78.4% 下滑到 41.8%。2023H1 铝合金深加工产品毛利润为 0.75 亿元，同比微增 0.07 亿元。2023H1 镁合金深加工产品毛利润为 0.35 亿元，同比增加 0.23 亿元。

图8：云海金属营业收入构成（单位：亿元）



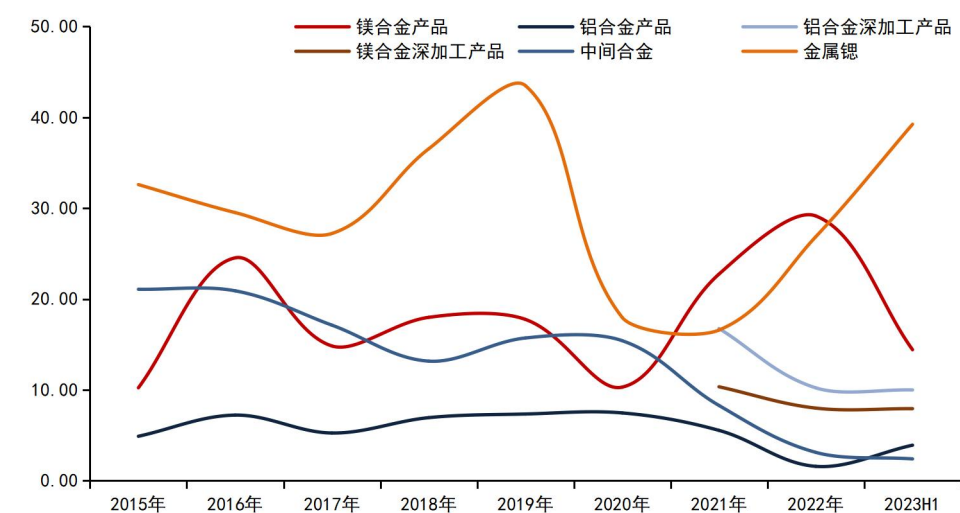
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：云海金属毛利润构成（单位：亿元）



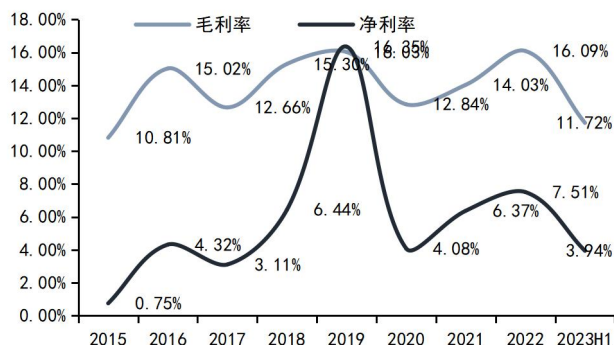
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司分产品毛利率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 公司毛利率、净利率变化情况



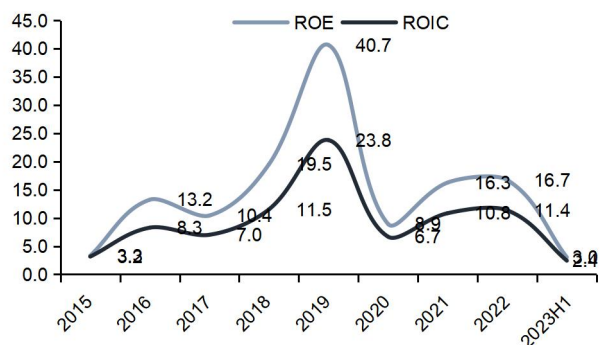
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 公司 ROE、ROIC 变化情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 公司经营净现金流 (亿元)



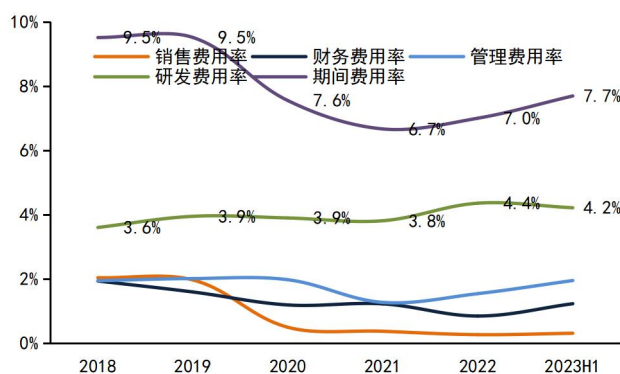
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 云海金属资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 公司期间费用率



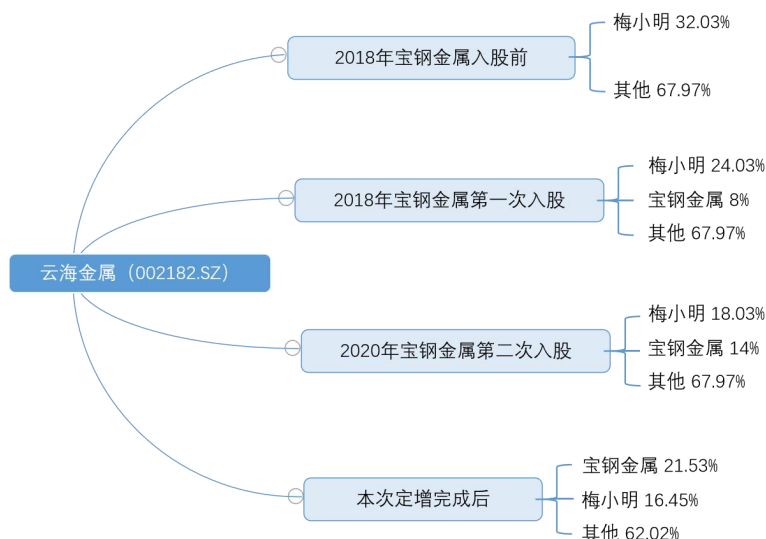
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### ◆ 公司实控人正式变更为宝钢金属，拟更名为“宝武镁业”

截至2023年8月21日止，云海金属实际向宝钢金属增发6200万股（每股面值1.00元，每股发行价格为人民币17.81元），募集资金总额11.04亿元，扣除与

本次发行有关费用人民币 513 万元，实际募集资金净额为 10.99 亿元，将全部用于补充流动资金和偿还有息负债。本次权益变动完成后，宝钢金属持有公司 21.53% 的股份，梅小明持有公司 16.45% 的股份，结合宝钢金属与梅小明签署的《合作框架协议》中公司党委会建立、董事会改选、监事会改选、高级管理人员设置等公司治理及人事安排，梅小明将失去对公司的控制权，公司控股股东将变更为宝钢金属，实际控制人将变更为国务院国资委。

图17: 宝钢金属持股变动



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**3 年内解决同业竞争问题。**公司目前重点建设项目是安徽宝镁。本次发行完成后，宝钢金属将直接持有安徽宝镁 45% 的股权，并通过云海金属间接持有安徽宝镁 45% 的股权。就安徽宝镁主要产品规划及用途、加工工艺而言，项目投产后与云海金属存在相同或相似情形，但安徽宝镁目前仍处于建设阶段。2023 年 6 月 20 日，宝钢金属出具《关于避免同业竞争的承诺函》，于本次交易完成之日起 3 年内，本着有利于云海金属发展和维护股东利益尤其是中小股东利益的原则，综合运用资产重组或其他合法方式，稳妥推进相关资产及业务整合事宜。

#### ◆ 镁冶炼产能过剩，可能进行调控

今年以来，我们明显感受到镁冶炼行业政策有收紧的可能性：

**镁冶炼产能过剩形势严峻。**今年两会期间，有政协委员在提案中为镁行业高质量发展建言，目前国内已经获批的镁冶炼项目总产能近 60 万吨，多地正在规划和开展前期工作的项目也有 80 万吨以上，上述项目分布在中西部的多个省区。据中国有色金属工业协会镁业分会统计，2021 年我国金属镁冶炼产能已经达到 137.6 万吨，如不加以投资引导，预计未来 3-5 年，国内镁冶炼产能将可能超过 230 万吨，产能增幅将在 50%-65%。而 2022 年我国原镁产量为 90 万吨，占到全球 91%，镁冶炼产能过剩形势严峻，委员建议阶段性严格限制批准新建镁冶炼项目。

**可能借鉴电解铝产能调控方式。**2023 年 3 月 31 日，中国有色金属工业协会第四届理事会第五次会议暨第四届常务理事会第五次会议在京召开。中国有色金属工业协会党委书记、会长葛红林表示，当前我国有色金属工业供给侧结构性改革仍然面临着许多难题和热点问题，比如，铜、硅、镁等冶炼产能已到需对扩张调控的阶段，值得借鉴电解铝法治化市场化的理念和方法，通过吸收消化，创新破解。

### ◆ 公司步入加速发展期，对镁价有高盈利弹性

公司目前拥有 10 万吨原镁产能及 20 万吨镁合金产能，子公司五台云海、巢湖云海均入选 2020 年 11 月工信部公告的镁行业规范企业名单（第一批）。公司正在巢湖新建 5 万吨原镁产能、在五台新建 10 万吨原镁产能、在青阳新建 30 万吨原镁产能。随着各地新扩能达产以后，将达到 50 万吨原镁和 50 万吨镁合金的规模。

表2：三年内公司原镁产能从 10 万吨扩张到 50 万吨

| 项目  | 公司名称 | 现有产能      | 规划产能                | 预计投产时间/进展                        |
|-----|------|-----------|---------------------|----------------------------------|
| 原镁  | 巢湖云海 | 原镁 5 万吨   | 原镁 5 万吨             | 23 年年内                           |
|     | 五台云海 | 原镁 5 万吨   | 原镁 10 万吨            | 24 年 7 月基建完成                     |
|     | 安徽宝镁 | -         | 原镁 30 万吨            | 23 年 9 月建成，24 年、25 年分两年各投产 15 万吨 |
| 镁合金 | 巢湖云海 | 镁合金 10 万吨 | -                   | -                                |
|     | 五台云海 | 镁合金 5 万吨  | 10 万吨高性能镁基轻合金及深加工项目 | 23 年底或 24 年初投产                   |
|     | 惠州云海 | 镁合金 3 万吨  | -                   | -                                |
|     | 重庆博奥 | 镁合金 2 万吨  | -                   | -                                |
|     | 安徽宝镁 | -         | 30 万吨高性能镁基轻合金       | 23 年 9 月建成，24 年、25 年分两年各投产 15 万吨 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**公司利润对镁价具备高盈利弹性，将显著受益于镁行业格局改善。**我们测算了公司 2023 年归母净利润对镁价和铝加工毛利润的敏感性分析，如下表所示。公司 2023 年镁冶炼产能 10 万吨，未来产能达到 50 万吨后，对镁价的弹性会更明显。参考电解铝行业产能调控政策，未来如果镁冶炼产能扩张做到有序可控，产业链利润将集中于冶炼环节，公司拥有庞大的镁冶炼产能，将显著受益于镁冶炼利润上行趋势。

表3：2023 年公司归母净利润对镁合金价格和铝深加工毛利的敏感性分析（百万元）

|               |      | 镁合金价格（元/吨） |       |       |       |       |
|---------------|------|------------|-------|-------|-------|-------|
|               |      | 20000      | 22000 | 23000 | 24000 | 25000 |
| 铝合金深加工毛利（元/吨） | 2000 | 300        | 427   | 491   | 554   | 618   |
|               | 2500 | 344        | 471   | 535   | 598   | 662   |
|               | 3000 | 388        | 515   | 578   | 642   | 706   |
|               | 4000 | 475        | 602   | 666   | 729   | 793   |
|               | 5000 | 562        | 690   | 753   | 817   | 880   |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 投资建议

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。假设 2023-2025 年镁锭价格均为 22000 元/吨，镁合金价格均为 23400 元/吨，预计 2023-2025 年收入 128/181/237 亿元，同比增速 40.3%/41.8%/30.9%，归母净利润 5.60/10.95/15.76 亿元（原预测

值 6.84/13.22/19.52 亿元），同比增速 -8.3/954/43.9%；摊薄 EPS 分别为 0.87/1.69/2.44 元，当前股价对应 PE 分别为 24/12/9x。公司是全球镁产业链一体化龙头，当前处于项目建设期、产能加速扩张期，对镁价具有高盈利弹性，受益于镁价上涨趋势，同时依托宝武国际化的市场资源和强大的汽车市场背景，在汽车轻量化领域的渗透进一步加速，维持“买入”评级。

# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |             |             |              |              |              | 利润表（百万元）          |              |               |               |               |               |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2021        | 2022        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |                   | 2021         | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
| 现金及现金等价物         | 244         | 272         | 272          | 272          | 272          | 营业收入              | 8117         | 9105          | 12774         | 18108         | 23697         |
| 应收款项             | 2053        | 1746        | 3500         | 5457         | 7791         | 营业成本              | 6978         | 7640          | 11068         | 14787         | 18838         |
| 存货净额             | 1103        | 1349        | 2368         | 3170         | 4050         | 营业税金及附加           | 40           | 48            | 68            | 96            | 126           |
| 其他流动资产           | 729         | 469         | 1022         | 1449         | 1896         | 销售费用              | 30           | 24            | 34            | 48            | 62            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>4130</b> | <b>3838</b> | <b>7164</b>  | <b>10350</b> | <b>14011</b> | 管理费用              | 103          | 140           | 197           | 279           | 365           |
| 固定资产             | 2313        | 3348        | 4301         | 4876         | 5387         | 研发费用              | 309          | 397           | 556           | 789           | 1032          |
| 无形资产及其他          | 219         | 299         | 288          | 277          | 266          | 财务费用              | 99           | 77            | 108           | 153           | 200           |
| 投资性房地产           | 445         | 800         | 800          | 800          | 800          | 投资收益              | (17)         | (18)          | 0             | 0             | 0             |
| 长期股权投资           | 303         | 778         | 1253         | 1728         | 2204         | 资产减值及公允价值变动       | (2)          | (18)          | 0             | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>7410</b> | <b>9063</b> | <b>13806</b> | <b>18032</b> | <b>22668</b> | 其他收入              | 83           | 36            | 0             | 0             | 0             |
| 短期借款及交易性金融负债     | 1851        | 2814        | 6857         | 9802         | 12708        | 营业利润              | 587          | 785           | 743           | 1957          | 3074          |
| 应付款项             | 942         | 1128        | 1480         | 1981         | 2532         | 营业外净收支            | (6)          | (3)           | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动负债           | 217         | 224         | 325          | 436          | 558          | <b>利润总额</b>       | <b>581</b>   | <b>782</b>    | <b>743</b>    | <b>1957</b>   | <b>3074</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3011</b> | <b>4167</b> | <b>8662</b>  | <b>12219</b> | <b>15797</b> | 所得税费用             | 64           | 98            | 93            | 246           | 386           |
| 长期借款及应付债券        | 240         | 110         | 110          | 110          | 110          | 少数股东损益            | 25           | 72            | 90            | 616           | 1112          |
| 其他长期负债           | 174         | 169         | 169          | 169          | 169          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>493</b>   | <b>611</b>    | <b>560</b>    | <b>1095</b>   | <b>1576</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>414</b>  | <b>279</b>  | <b>279</b>   | <b>279</b>   | <b>279</b>   | <b>现金流量表（百万元）</b> |              |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>3425</b> | <b>4446</b> | <b>8941</b>  | <b>12498</b> | <b>16076</b> | 净利润               | 493          | 611           | 560           | 1095          | 1576          |
| 少数股东权益           | 597         | 683         | 719          | 964          | 1406         | 资产减值准备            | 23           | (7)           | 14            | 6             | 5             |
| 股东权益             | 3388        | 3935        | 4158         | 4594         | 5222         | 折旧摊销              | 195          | 254           | 333           | 419           | 483           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>7410</b> | <b>9063</b> | <b>13818</b> | <b>18056</b> | <b>22704</b> | 公允价值变动损失          | 2            | 18            | 0             | 0             | 0             |
| <b>关键财务与估值指标</b> |             |             |              |              |              | 财务费用              | 99           | 77            | 108           | 153           | 200           |
| 每股收益             | 0.76        | 0.95        | 0.87         | 1.69         | 2.44         | 营运资本变动            | (920)        | 147           | (2859)        | (2569)        | (2984)        |
| 每股红利             | 0.22        | 0.57        | 0.52         | 1.02         | 1.47         | 其它                | (6)          | 36            | 22            | 239           | 437           |
| 每股净资产            | 5.24        | 6.09        | 6.43         | 7.11         | 8.08         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>(213)</b> | <b>1059</b>   | <b>(1929)</b> | <b>(809)</b>  | <b>(482)</b>  |
| ROIC             | 10%         | 11%         | 7%           | 14%          | 17%          | 资本开支              | 0            | (1251)        | (1301)        | (1001)        | (1001)        |
| ROE              | 15%         | 16%         | 13%          | 24%          | 30%          | 其它投资现金流           | (1)          | (1)           | 0             | 0             | 0             |
| 毛利率              | 14%         | 16%         | 13%          | 18%          | 21%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(33)</b>  | <b>(1728)</b> | <b>(1776)</b> | <b>(1476)</b> | <b>(1476)</b> |
| EBIT Margin      | 8%          | 9%          | 7%           | 12%          | 14%          | 权益性融资             | (4)          | 13            | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 10%         | 12%         | 9%           | 14%          | 16%          | 负债净变化             | 240          | (130)         | 0             | 0             | 0             |
| 收入增长             | 37%         | 12%         | 40%          | 42%          | 31%          | 支付股利、利息           | (141)        | (368)         | (337)         | (659)         | (948)         |
| 净利润增长率           | 102%        | 24%         | -8%          | 95%          | 44%          | 其它融资现金流           | 52           | 1680          | 4043          | 2945          | 2907          |
| 资产负债率            | 54%         | 57%         | 70%          | 75%          | 77%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>247</b>   | <b>697</b>    | <b>3706</b>   | <b>2286</b>   | <b>1958</b>   |
| 息率               | 1.0%        | 2.7%        | 2.5%         | 4.8%         | 7.0%         | <b>现金净变动</b>      | <b>(0)</b>   | <b>28</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| P/E              | 27.7        | 22.3        | 24.3         | 12.5         | 8.7          | 货币资金的期初余额         | 244          | 244           | 272           | 272           | 272           |
| P/B              | 4.0         | 3.5         | 3.3          | 3.0          | 2.6          | 货币资金的期末余额         | 244          | 272           | 272           | 272           | 272           |
| EV/EBITDA        | 20.0        | 16.3        | 19.1         | 10.3         | 7.9          | 企业自由现金流           | 0            | (102)         | (3082)        | (1306)        | (639)         |
|                  |             |             |              |              |              | 权益自由现金流           | 0            | 1447          | 770           | 1311          | 1825          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别 | 说明                      |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上     |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间     |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上     |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上   |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032