

盈利恢复，预焙阳极龙头再启航

——索通发展深度报告

股票投资评级：买入|维持

李帅华/王靖涵
中邮证券研究所 新材料团队

中邮证券

2023年9月17日

投资要点

- **行业价格企稳，盈利恢复步入正轨。**上半年石油焦和预焙阳极价格持续快速下行，公司盈利承压。同时由于原材料和产成品价格下跌，公司资产减值损失3.66亿元，利润影响较大。目前6月至9月预焙阳极产品和石油焦价格已经保持稳定。预计下半年公司业绩有望回归正轨。
- **项目稳步推进，2025年规划500万吨预焙阳极。**公司2023年预焙阳极运行产能达282万吨，山东创新二期项目、陇西索通30万吨铝用炭材料项目已正式启动，重庆市綦江区年产25万吨高导电节能型铝用炭材料和5万吨锂电池高端负极材料生产用箱板项目正在稳步推进中。
- **进口量持续收缩，国内库存持续去化，预计2024-2025年国内石油焦出现短缺。**2023Q3国内石油焦进口量继续收缩，虽然成品油市场继续加大开工负荷，但由于部分企业计划增加石油沥青产量，石油焦受原料影响产量增加有限，国内石油焦库存不断去化。同时海外石油焦产量下降，国内负极、预焙阳极产量提升，预计2024-2025石油焦有望出现短缺。
- **盈利预测：**随着石油焦和预焙阳极价格企稳，公司业绩回归正轨。我们预计2023-2025年公司归母净利润为2.38/10.89/14.93亿元，对应EPS为0.44 /2.01/2.76元，PE为41.1/9.0/6.6倍，维持“买入评级”。
- **风险提示：**原材料价格继续下跌，预焙阳极价格大幅波动，项目不及预期。

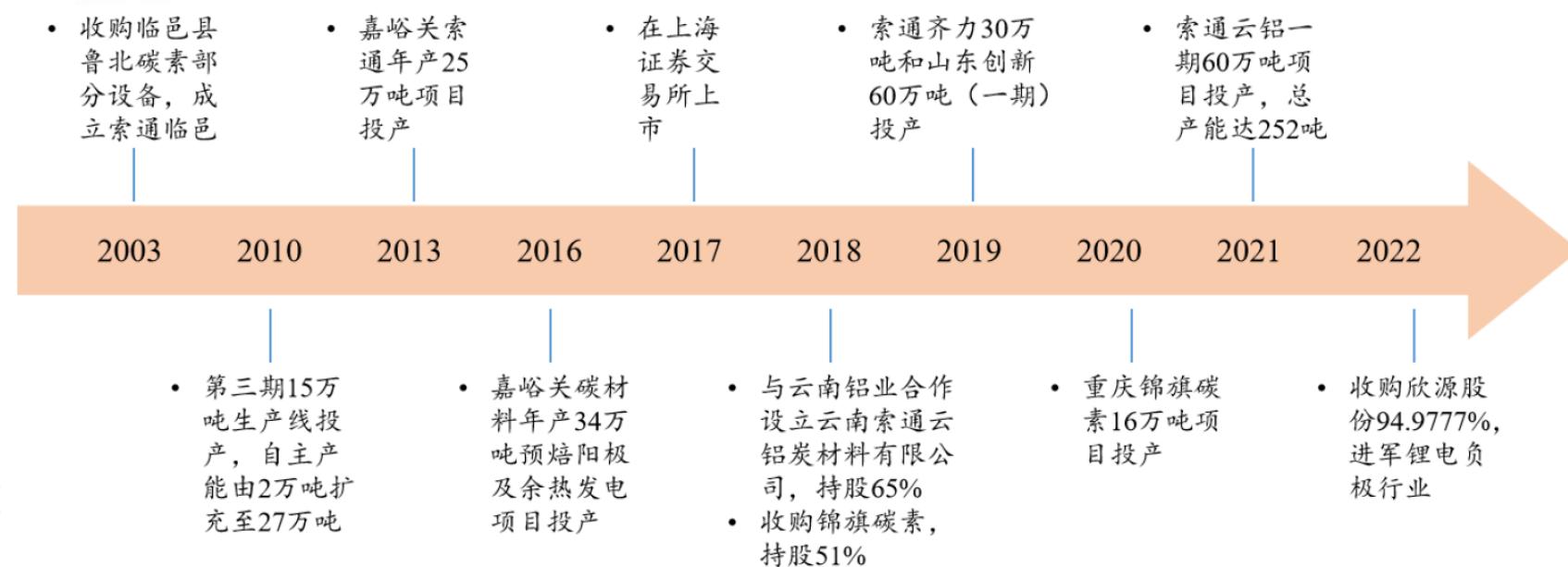
—

预焙阳极龙头，盈利步入正轨

1.1 国内唯一预焙阳极上市公司，切入锂电负极

- 索通发展是专业从事铝用预焙阳极的研发、生产和销售的高新技术企业。目前公司拥有山东德州、山东滨州、甘肃嘉峪关、重庆綦江、云南曲靖五个生产基地七家工厂，合计282万吨产能规模。产品出口至欧美、中东、东南亚、大洋洲、非洲共十几个国家，出口量自2008年一直位居全国首位。
- 2022年4月，公司公告要打造甘肃锂电负极一体化生产基地，并于5月公告收购欣源股份94.98%股权，以此为契机，正式切入锂电负极行业，持续推进“预焙阳极+锂电负极”的战略规划。

图表1：公司业务布局



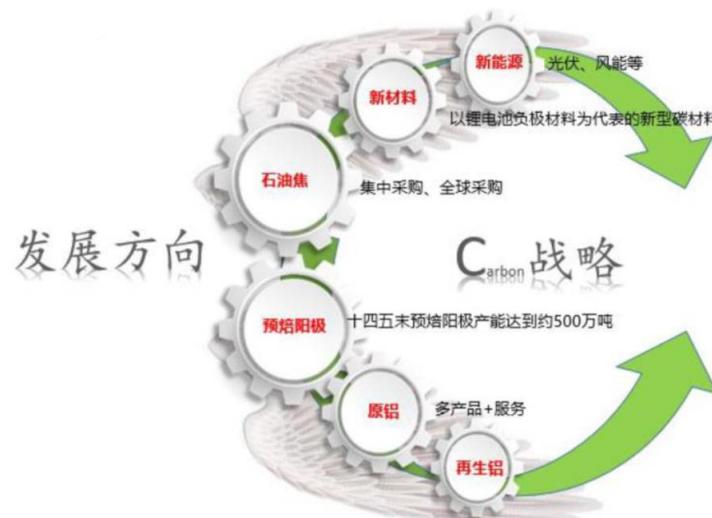
资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.2 聚焦“预焙阳极+锂电负极”

- 在“碳达峰、碳中和”背景下，公司将以“C+ (carbon) 战略：双驱两翼，低碳智造”为发展方向，聚焦“预焙阳极+锂电负极”等碳材料产业，打造中高端碳材料为主的产品和服务体系。
- 公司控股股东兼实际控制人为郎光辉。截至2023年6月30日，郎光辉持有公司20.77%股份，为公司第一大股东、任公司董事长；王萍女士为第二大股东，持有股权10.36%。

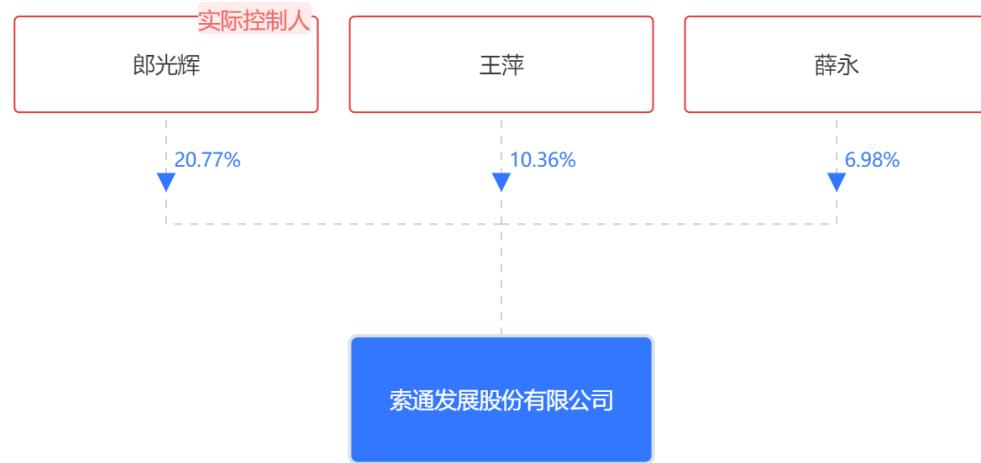
图表2：C+战略：双驱两翼，低碳智造



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表3：公司股权结构

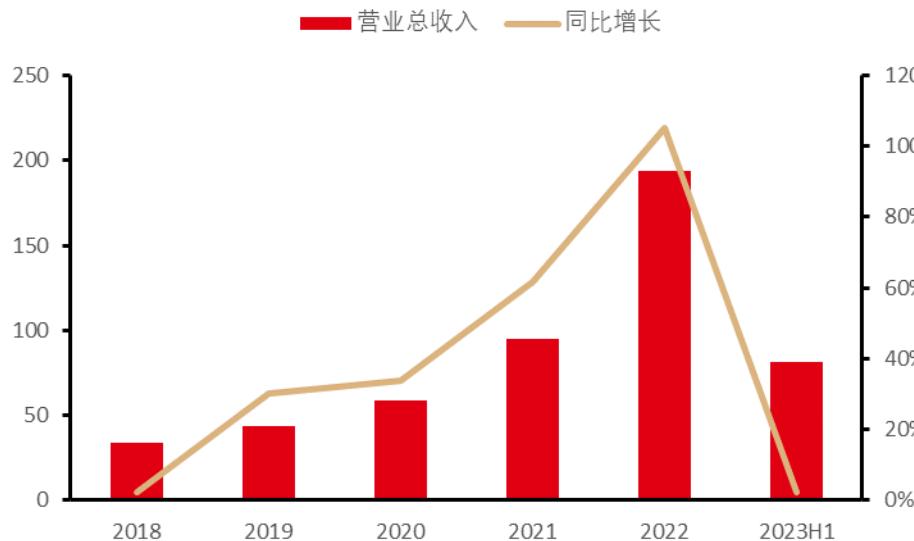


资料来源：iFind，中邮证券研究所

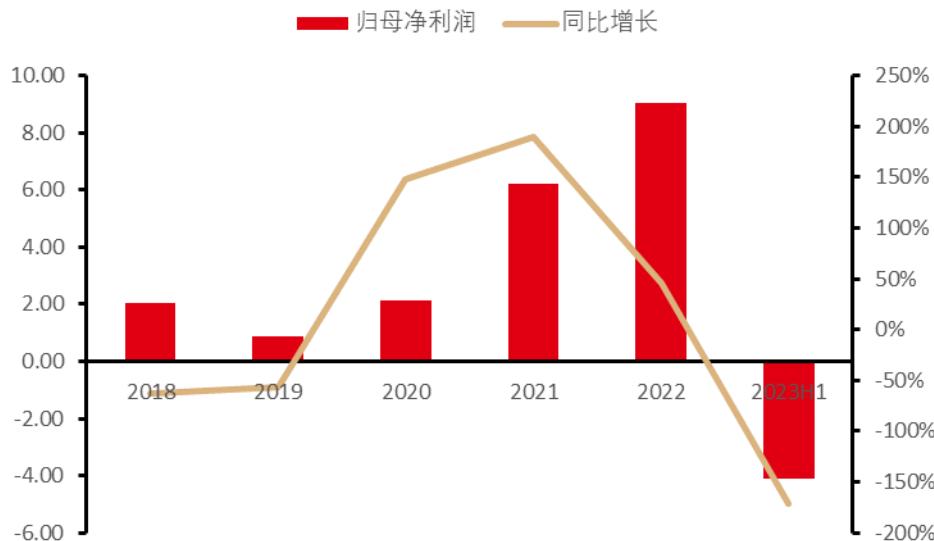
1.3 石油焦和预焙阳极价格基本稳定，盈利恢复步入正轨

- **价格快速下行，公司减值亏损较大。**2023Q2公司实现营收39.1亿元，环比减少7.4%，同比减少18.2%；归母净利润为-1.4亿元，环比改善1.4亿元，同比减少133.1%。上半年石油焦和预焙阳极价格持续快速下行，2023年6月，石油焦月均价格指数2287.17元/吨，较1月月均价格指数3517.84元/吨下降34.98%。预焙阳极月均价格指数为4678.57元/吨，较1月月均价格指数6906.97元/吨下跌32.26%，公司盈利承压。同时由于原材料和产成品价格下跌，公司资产减值损失3.66亿元，利润影响较大。
- **目前6月至9月预焙阳极产品和石油焦价格已经保持稳定。预计下半年公司业绩有望回归正轨。**

图表4：公司营收及同比（亿元）



图表5：公司归母净利润及同比（亿元）

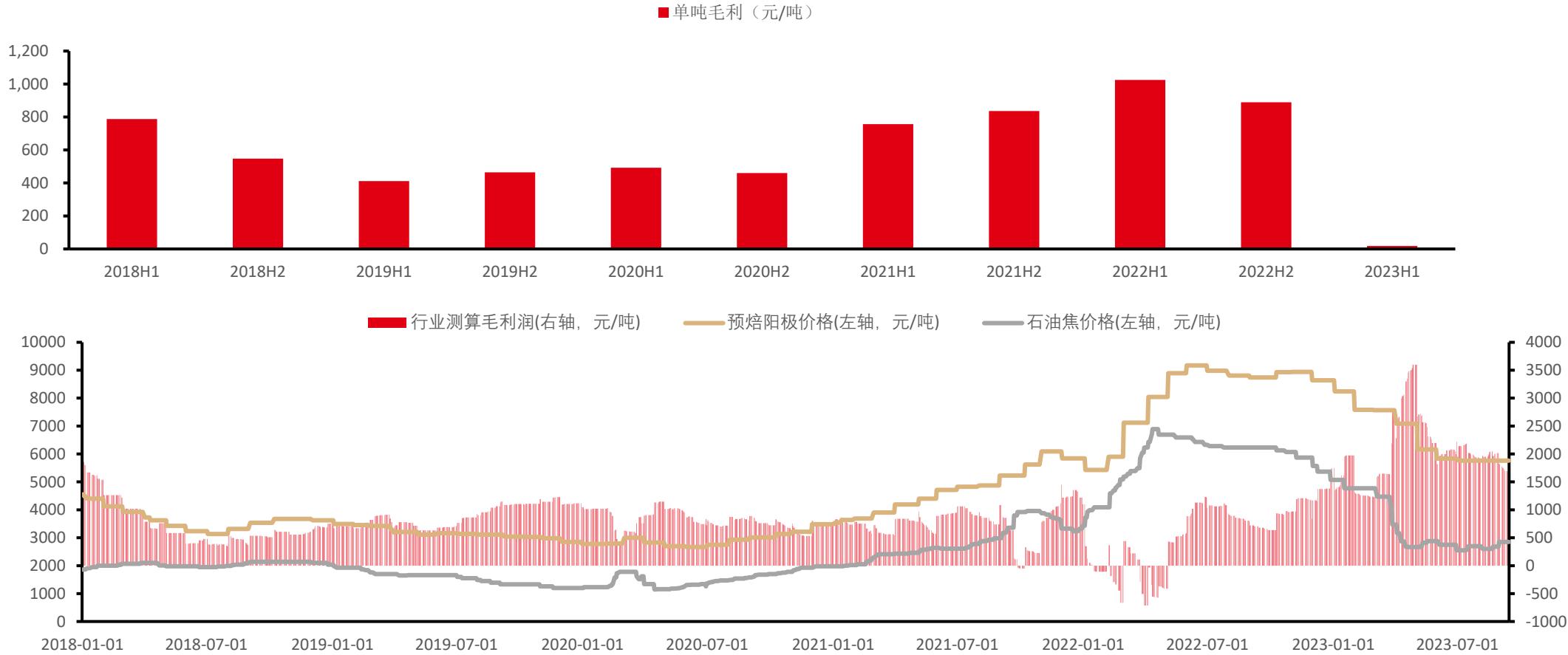


资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.4 公司单吨毛利受到价格波动影响较大

图表6：公司预焙阳极单吨毛利与预焙阳极、石油焦价格波动的联系（单位：元/吨）

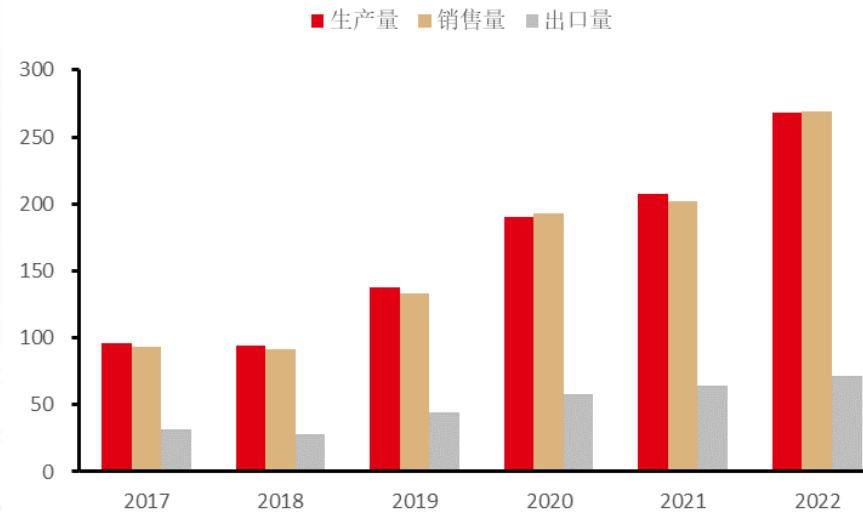


资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

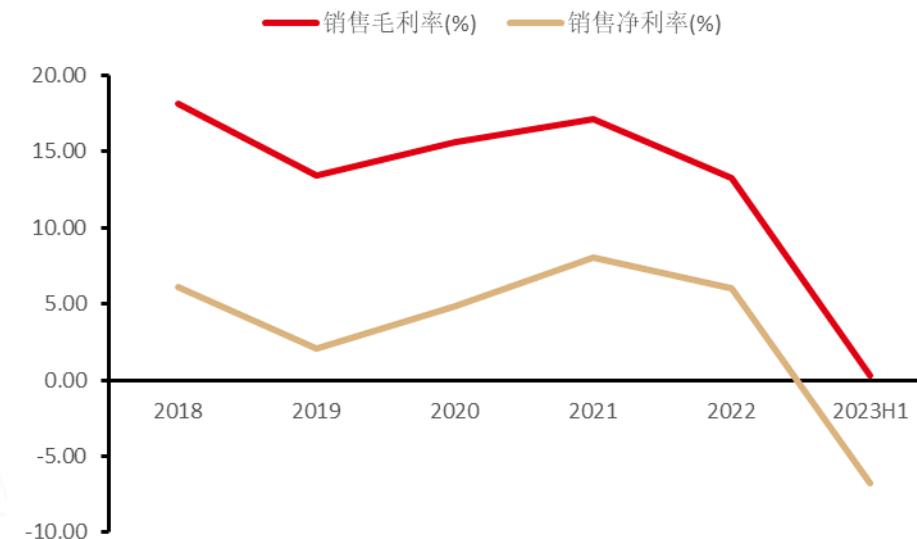
1.5 产销继续高增长，打造新型碳材料平台

- 公司在现有山东、甘肃、云南、四川、重庆生产基地的基础上，持续推进在西北、西南、山东、海外四区域的战略布局，争取十四五末实现公司总产能达到约500万吨。
- 发挥石油焦集中采购、全球采购的优势，构筑具有索通特色的石油焦供应体系。**石油焦是铝用碳素、锂电池负极等碳材料的重要原材料。公司2022年底运行产能达282万吨，年石油焦采购量及贸易量达400万吨以上，未来公司预焙阳极产能达到500万吨时，年石油焦采购量超过550万吨。基于石油焦原材料的优势，打造以锂电池负极、特碳、碳陶、碳化硅等为代表的新型碳材料平台。

图表7：公司预焙阳极产销量及出口量（万吨）



图表8：公司毛利率净利率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

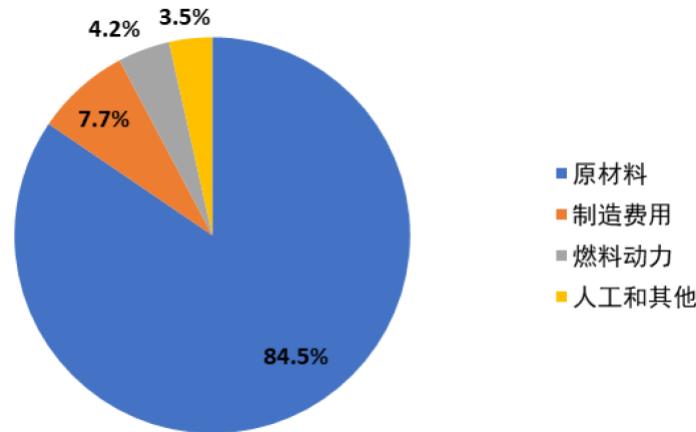
—
—

预培阳极价格企稳，产能不断扩张

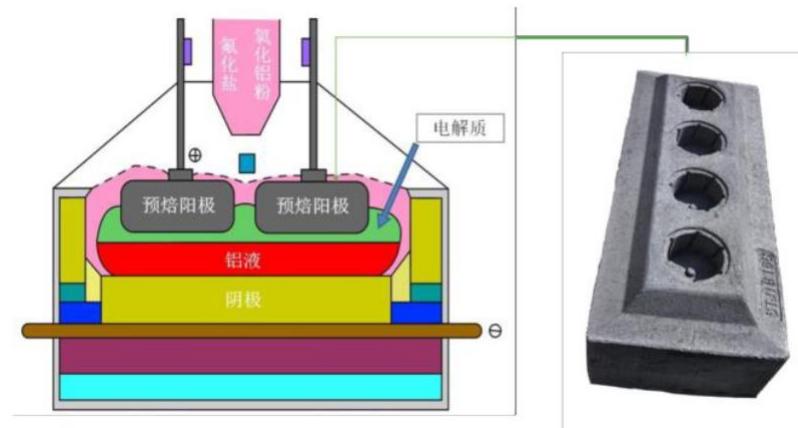
2.1 电解铝行业是预焙阳极的唯一下游应用领域

- 公司的主要产品预焙阳极作为电解槽的阳极材料，具有良好的导电性能和抗高温腐蚀性能。作为铝工业生产的主要原料之一，预焙阳极被称为电解槽的“心脏”，具备如下功能：1) 作为电解槽电解过程中的阳极导体，把电流导入电解槽；2) 参与电化学反应；3) 为电解过程中的热平衡提供部分能量。
- 预焙阳极产业链是原铝生产产业链的支链，其上游原材料主要是石油焦和煤沥青，生产每吨预焙阳极需要消耗1.2吨石油焦和0.16吨煤沥青，同时其下游唯一的需求来源于电解铝生产企业，生产每吨电解铝需要消耗大约0.5吨预焙阳极，因此预焙阳极需求量与下游电解铝的产量息息相关。电解铝行业是预焙阳极的唯一下游应用领域。

图表9：预焙阳极成本构成



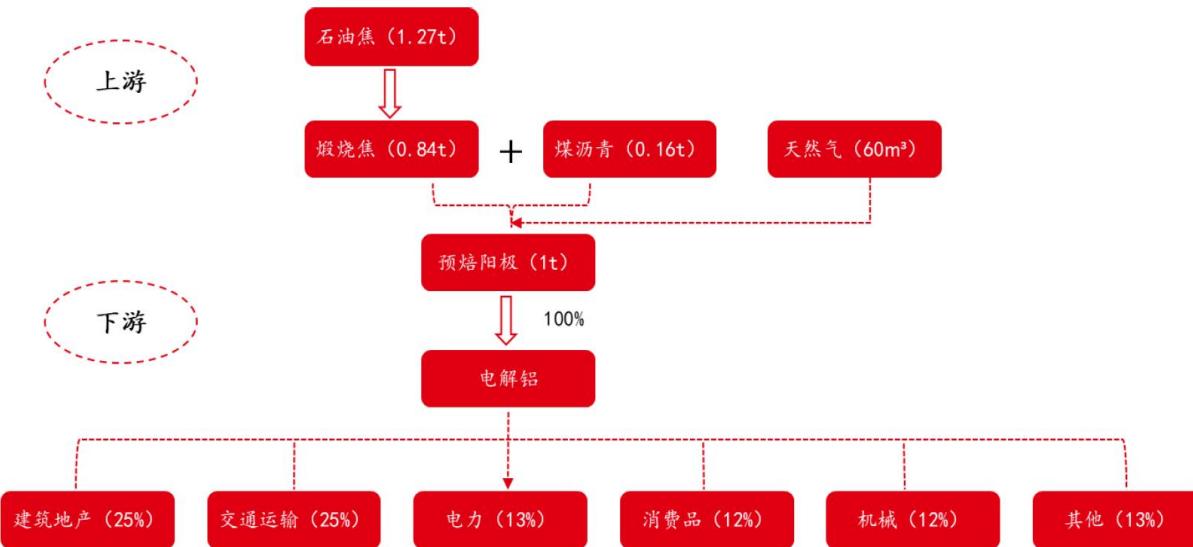
图表10：预焙阳极参与电解反应



2.1 预焙阳极价格企稳，区域供需错配显著

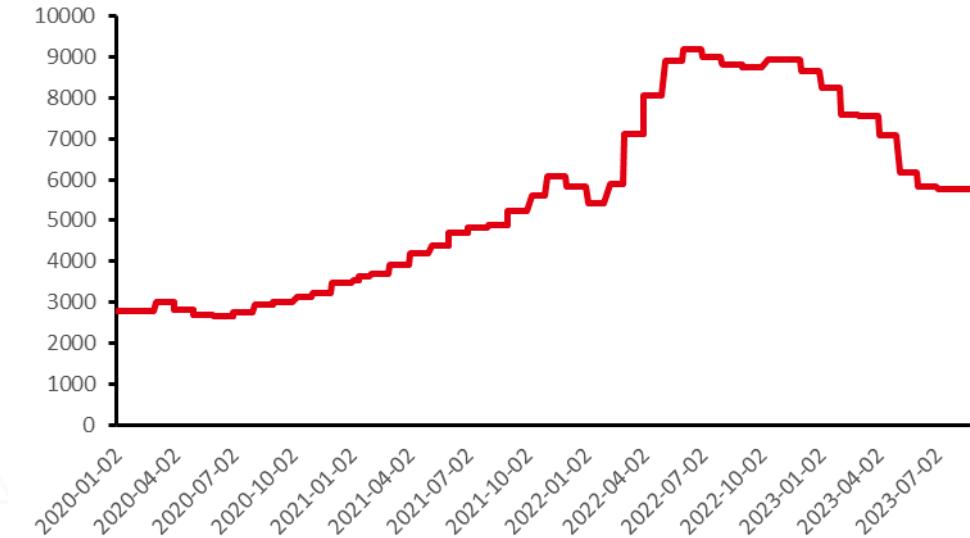
- **预焙阳极价格企稳。**9月15日国内华东地区预焙阳极市场均价5762.5元/吨，基本保持稳定。近期原材料煤沥青价格看涨，成本端支撑力度尚可。目前预焙阳极企业按订单排量生产为主，多数企业满负荷运行，市场总体供应良好。下游电解铝供应良好，预焙阳极需求稳定。
- **伴随原铝产能“北铝南移”，预焙阳极作为铝工业的配套产业，其未来西南部区域性需求将显著增长。**在“北铝南移”大趋势下，公司把握先发优势，率先与国内下游优质客户合资建厂模式，有助于迅速抢占市场，进一步提升公司市占率。

图表11：预焙阳极唯一下游为电解铝生产



资料来源：百川盈孚，公司公告，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表12：预焙阳极价格 (元/吨)

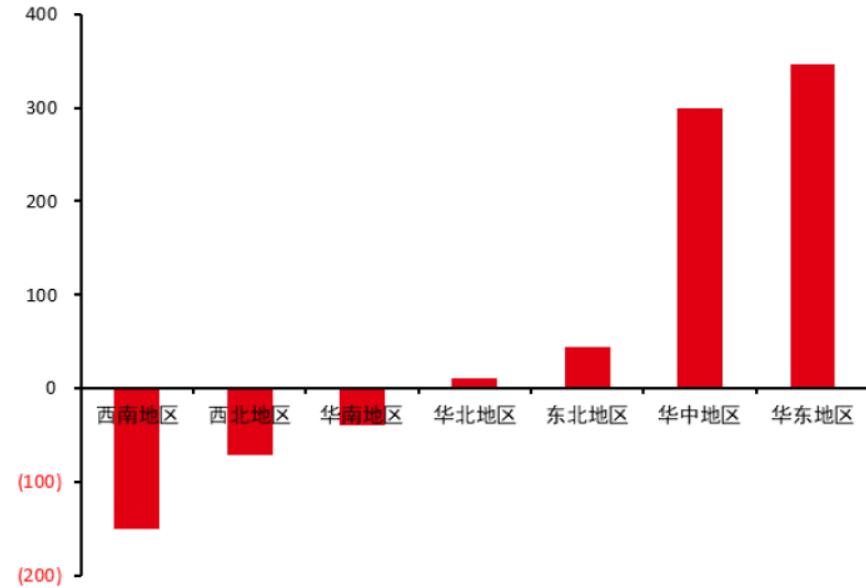


资料来源：SMM，中邮证券研究所

2.2 与客户合资共建产能，把握铝产业转移先发优势

- 地区间预焙阳极产能分配不均，供需错配显著。根据资料显示，每生产1吨电解铝需要约0.5吨预焙阳极。据此测算预焙阳极理论消耗量发现，华东、华中等地区存在预焙阳极产能过剩现象，以华东地区为例，华东地区电解铝产能为864.5万吨，预焙阳极理论需求量为432.25万吨，出口总量为160.0万吨，但是阳极产能为939万吨，显著大于其区域需求量；而西南、西北等地区的预焙阳极产能则相对短缺。
- 与客户合资建厂锁定最佳位置，降低成本；同时，又增加了产业链粘性，通过提供市场竞争力强的产品，为核心客户提高综合效益，合作共赢，极大增强了核心客户的稳定性。国外客户方面，公司客户遍及全球主要的大型原铝生产企业，并保持长达十年以上的稳定合作关系，产品出口至欧美、中东、东南亚、大洋洲、非洲共十几个国家，拥有广泛的市场基础和客户资源，出口量长期保持第一。未来公司拟将与下游客户合资合作的成熟模式，在国外优质客户中择机推广。

图表13：地区预焙阳极供需错配（万吨）



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

注：供需缺口（过剩）=预焙阳极产能-电解铝产能*0.5-出口量

2.3 目标500万吨，每年平均增长约100万吨

- **预焙阳极稳步扩产，2025年规划500万吨。** 2023年索通预焙阳极产能为282万吨。山东创新二期项目、陇西索通30万吨铝用炭材料项目、湖北枝江100万吨煅烧焦项目已正式启动，目前正在积极推进中，争取按计划建成投产。公司规划“十四五”期间平均每年实现100万吨预焙阳极产能投放，十四五末实现公司总产能达到约500万吨。

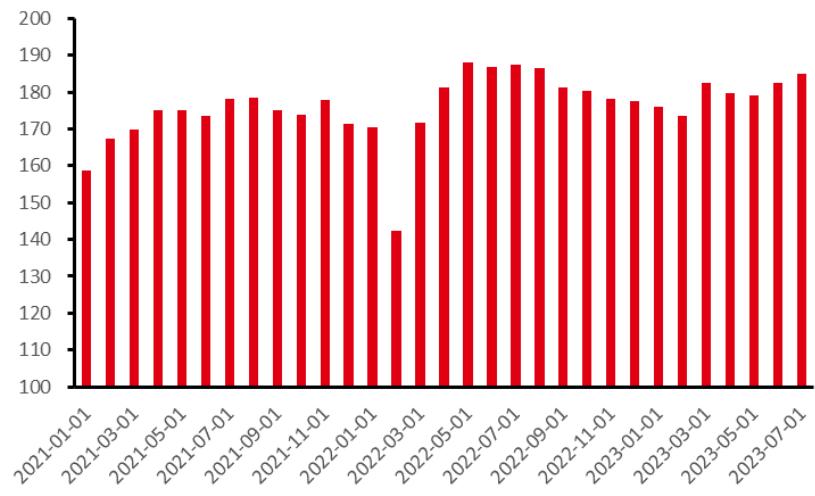
图表14：公司业务布局



2.3 拥有核心自研技术，技术水平业内领先

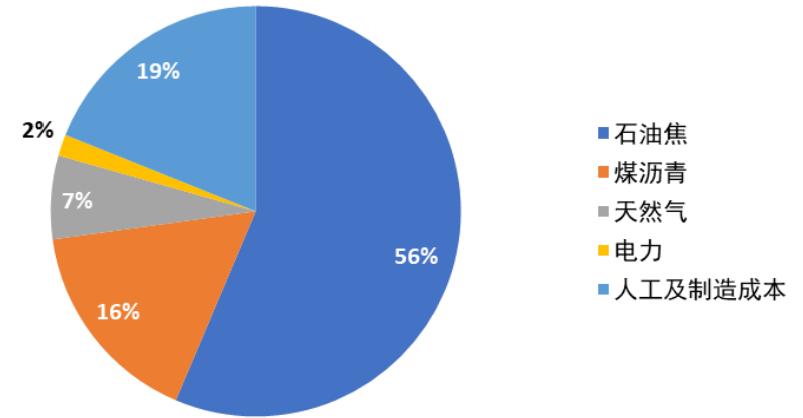
- 公司在各工序具有多项关键技术，为了更好的控制预焙阳极的质量，开发了石油焦煅前掺配精准配料技术，按用户对铝液质量的要求，通过不同微量元素含量的石油焦进行掺配，精确控制产品的各项微量元素指标，可为生产特种铝合金的铝厂提供合适的预焙阳极；在原材料的制备上，公司采用了罐式煅烧技术，在煅烧温度的控制上率先使用在线光电测温技术，对罐式炉的每条火道进行温度、负压监控，使石油焦在煅烧过程中获得稳定的工艺条件；公司从生坯制造到焙烧工段，采取多套混捏工艺，开发快捷的成型模具更换技术，可调焙烧多功能天车夹具等相关技术，满足多品种阳极的生产，同时减少废品率。

图表15：国内预焙阳极产量（万吨）



资料来源：SMM，中邮证券研究所

图表16：预焙阳极成本构成（%）



资料来源：隆众资讯，中邮证券研究所

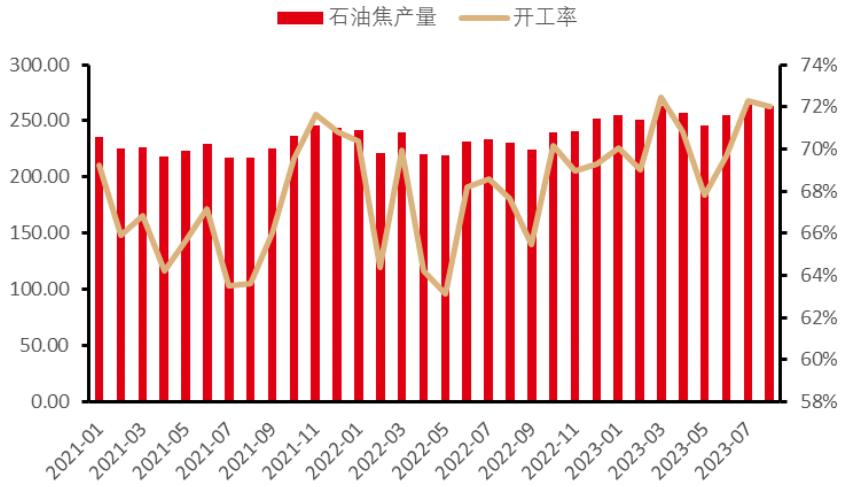
三

国内石油焦预计出现短缺，价格有支撑

3.1 石油焦应用在预焙阳极、锂电负极等

- 石油焦是铝用碳素、锂电池负极等碳材料的重要原材料，在未来碳材料发展的过程中，发挥着重要的作用。
- 石油焦供应维持稳定。石油焦是原油经蒸馏将轻重质油分离后，重质油再经热裂的过程转化而成的产品，通常作为炼油的附产品。2021年，国内石油焦产量稳定在2743.8万吨左右，同比增长3.03%，近年来石油焦产量供应维持在2700万吨上下，整体保持稳定。
- 当前现货市场：石油焦出货尚可，随着下游产能的释放，市场对石油焦需求仍旧表现良好，旗下炼厂库存均处低位；终端新能源汽车市场表现良好，加之国际能源短缺电价上涨，储能市场需求增加，采购积极性有所提高，

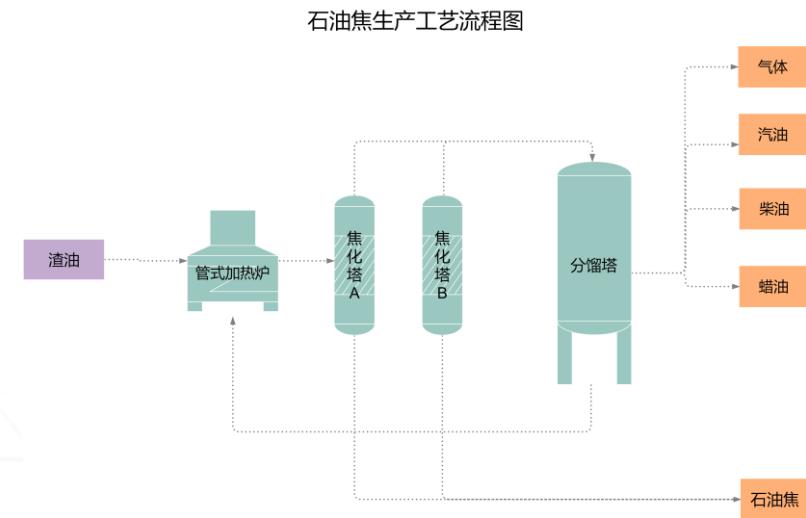
图表17：石油焦月度产量及开工率（万吨）



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表18：石油焦的生产工艺

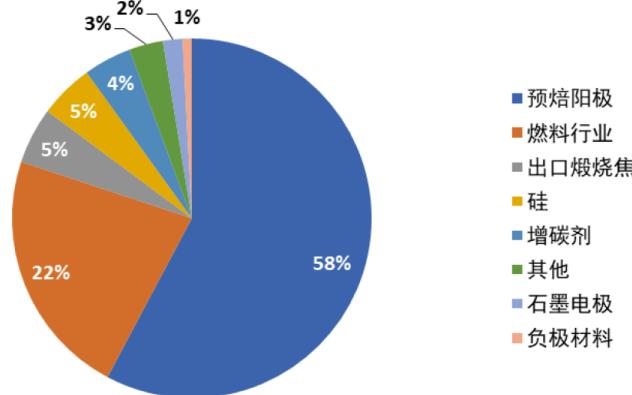


资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

3.2 全球石油焦产量不断下降

- 2020年全球石油焦产量12319万吨，同比下滑8.5%左右，2021年预计全球产量全年产量将在12073万吨左右，同比下滑2%左右。其中，北美地区仍然是世界石油焦的供应中心，石油焦产量占总产量的48%左右。
- 因原油加工类型变化，美国石油焦产量或将继续下滑，而印度、中国需求持续增长，未来数年全球石油焦市场或将出现缺口。

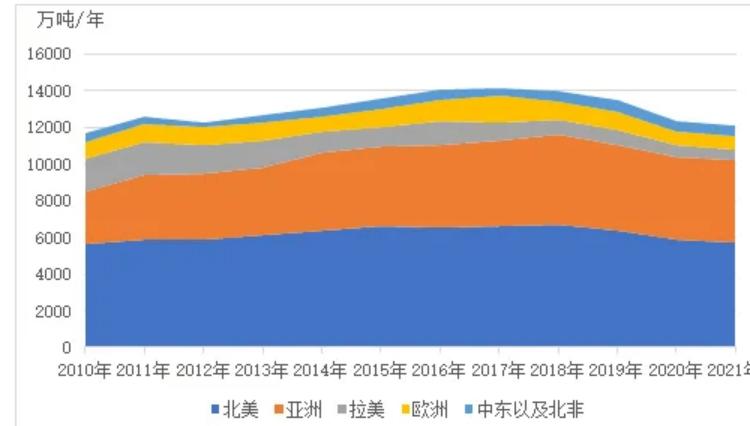
图表19：国内石油焦消费结构（2021年）



资料来源：隆众资讯，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表20：全球石油焦产量与增长率（万吨）

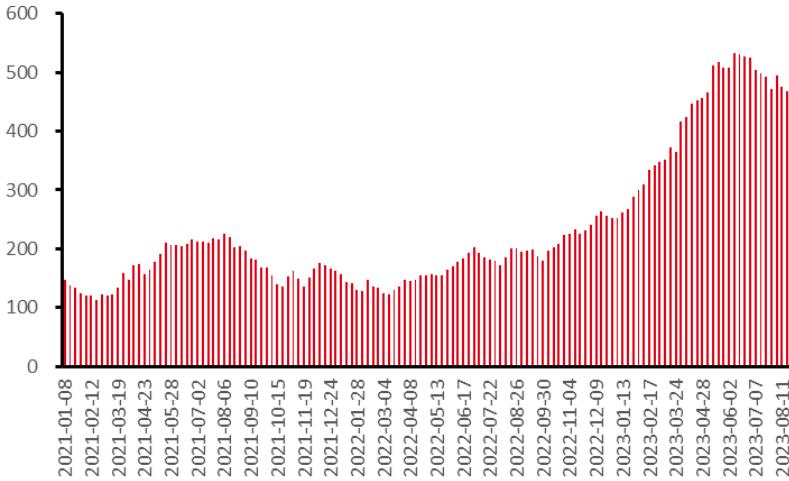


资料来源：隆众资讯，中邮证券研究所

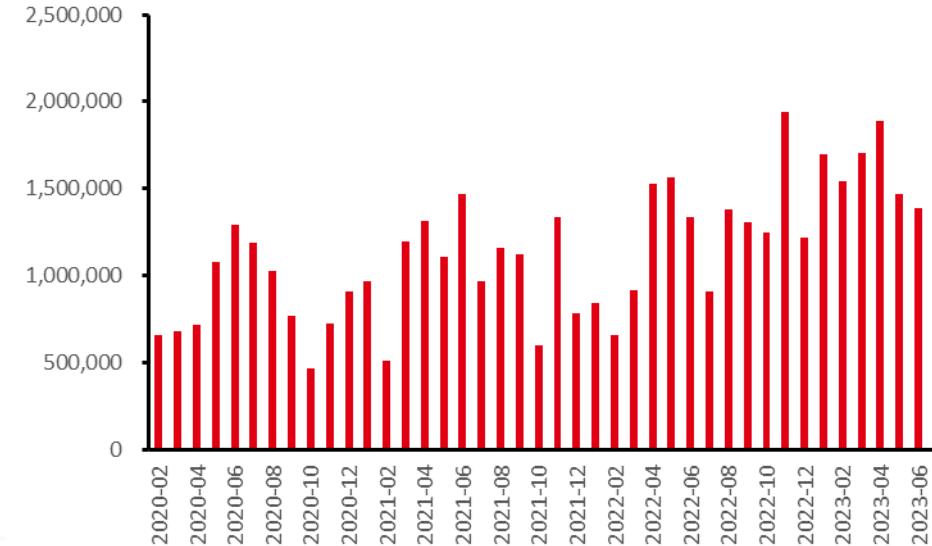
3.3 国内石油焦增量有限，进口趋紧持续去库

- **油品旺季来临，但国内石油焦增量有限。**传统“金九”来临，成品油市场继续加大开工负荷，石油焦原料渣油供应有增量可能，但由于部分企业计划增加石油沥青产量，石油焦受原料影响产量增加有限。
- **进口量持续收缩，国内库存持续去化。**三季度开始石油焦进口量继续收缩，进口贸易商外盘确单心态谨慎，加之部分进口焦外盘价格升高，石油焦进口订单减少。

图表21：石油焦库存（万吨）



图表22：国内石油焦进口量（吨）



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

3.4 预计2024年国内石油焦出现短缺

- 负极、预焙阳极需求不断提升，国内石油焦出现短缺。**随着锂电池的不断发展，对于负极需求快速增长。同时近期国内电解铝的复产，预焙阳极需求增量十分可观，预计2024-2025石油焦市场将出现短缺。

图表23：国内石油焦供需平衡（万吨）

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
供应	产量	2663	2744	2793	2724	2800	2800
	进口量	1015	1252	1484	1626	1600	1600
需求	负极需求	40	73	119	162	224	298
	石油焦	47	86	152	212	293	390
	电解铝	3712	3849	4019	4175	4300	4350
	预焙阳极	1856	1925	2010	2088	2150	2175
	石油焦	2357	2444	2552	2651	2731	2762
	其他	1310	1457	1482	1450	1450	1450
	库存	154	162	253	290	217	15
	库存变化	-36	8	91			
	缺口	(36)	8	91	37	(73)	(202)

资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

3.5 公司作为最大的石油焦采购商，具有成本优势

- 公司是国内最大的石油焦采购商之一，有较强的议价能力，且能保证公司原料供应。**据相关资料显示，生产每吨预焙阳极需要1.1-1.7吨石油焦，需求量较大。公司2022年底运行产能达282万吨，年石油焦采购量及贸易量达400万吨以上，未来公司预焙阳极产能达到500万吨时，年石油焦采购量超过550万吨，将占比国内总产量的25%左右。
- 积极开拓海外市场，打造全球化石油焦供应体系，成本有望降低。**2023H1公司与阿联酋环球铝业（EGA）签署《投资谅解备忘录》，为与全球优质原铝生产商合资合作奠定坚实基础。同时公司与 International Marine Terminal (IMT) 达成北美地区的物流码头及石油焦仓储业务合作，有望进一步降低原材料采购及物流成本。

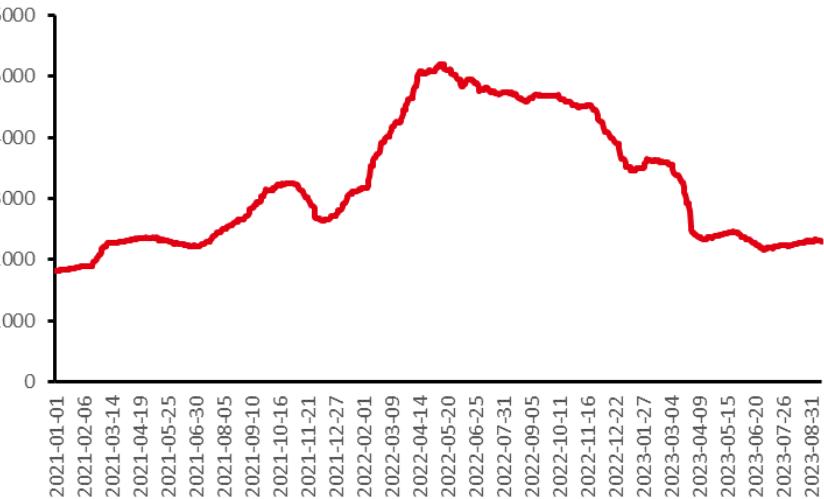
图表24：公司业务布局



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表25：国内石油焦的价格 (元/吨)



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

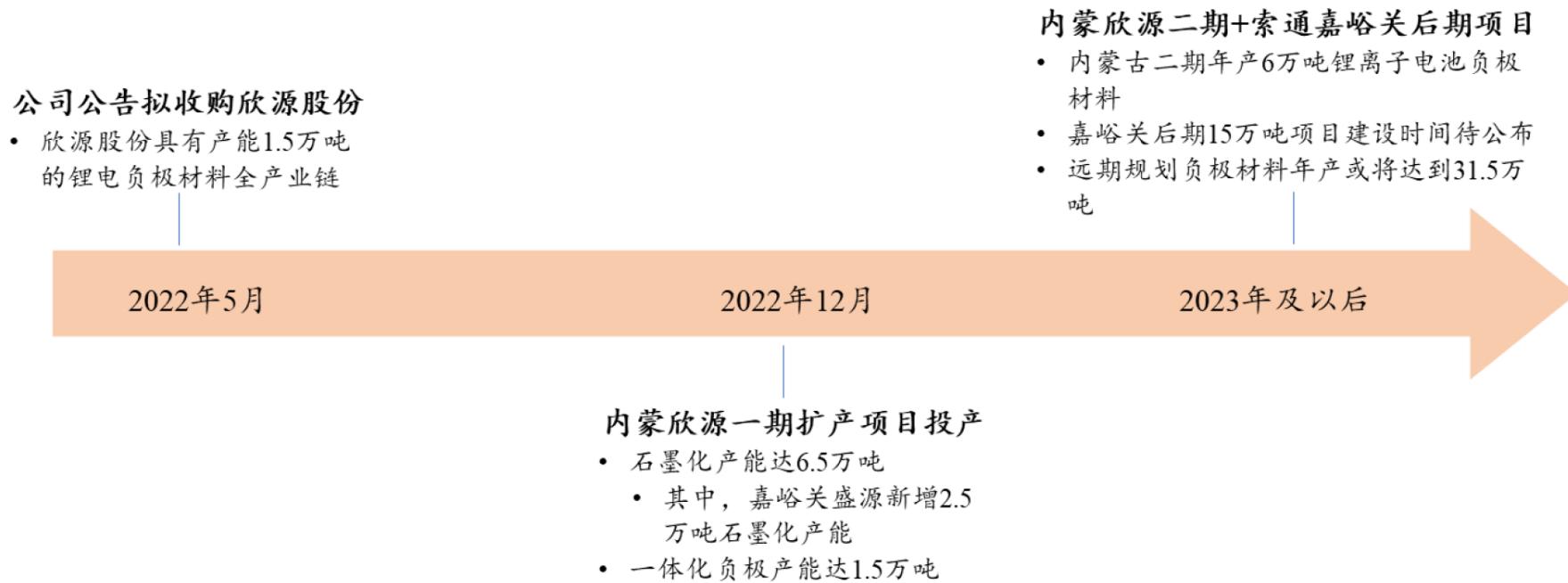
四

布局负极材料，生产工艺协同优势明显

4.1 进军负极材料领域，打造增长新引擎

- **收购欣源股份，正式进军锂电负极材料业务。**公司通过发行股份及支付现金的方式购买薛永等8人持有欣源股份的94.98%股权，交易对价为11.40亿元（其中现金对价3.42亿元，股份对价7.98亿元），股份发行价格为17.26元/股；欣源股份成为索通发展的控股子公司。

图表26：索通负极产能规划及进展

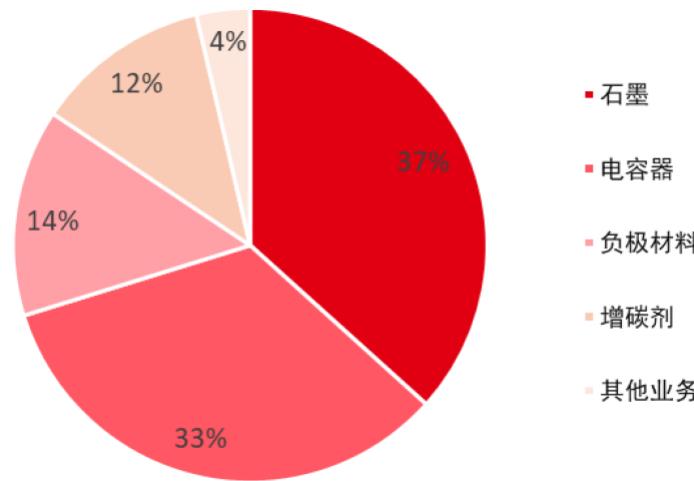


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

4.2 欣源股份产品优秀，计划8万吨负极产能

- 欣源股份主要产品系人造石墨负极材料，产品已经进入宁德时代、国轩高科、鹏辉能源等知名锂电池厂的供应链体系。欣源股份针对不同产品建立最优的石墨化送电功率曲线，以最小的送电量达到最优的产品指标，最终产品具备高容量和高石墨化度的特点。同时，标的公司通过在石墨化段精准的曲线控制，降低产品比表面积，深受代工客户和终端客户的好评。
- 2023年底形成8万吨锂离子电池负极材料产能，打开公司成长空间。**2023年上半年内蒙欣源新建4万吨石墨化项目与盛源负极项目首期一步2.5万吨石墨化产能投产，2023年末预期形成8万吨负极材料产能。

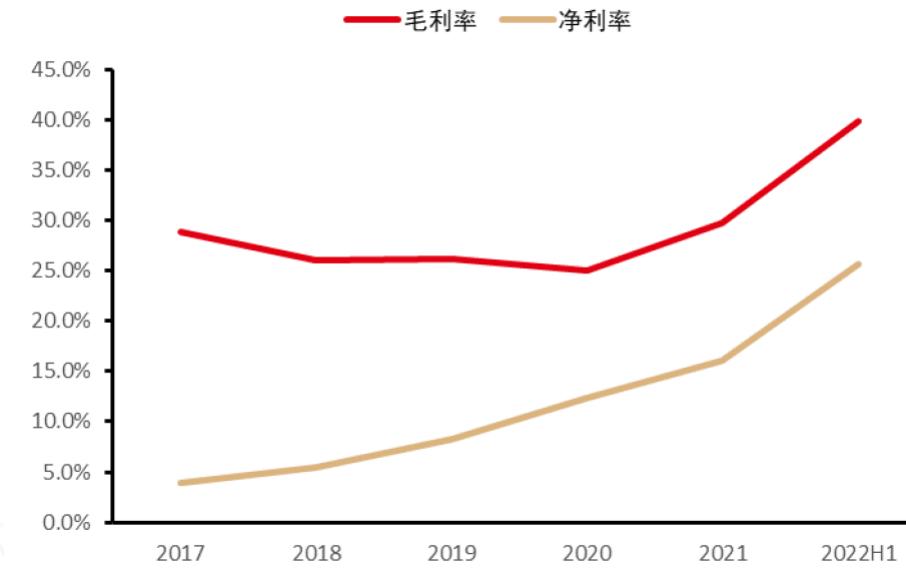
图表27：欣源股份营收结构



资料来源：欣源股份年报，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表28：欣源股份的毛利率与净利率



资料来源：欣源股份年报，中邮证券研究所

五

盈利预测

盈利预测

- 1) 公司扩产项目有序推进，预焙阳极2023-2025年产能可达到282/380/500万吨，结合当年有效产能，产量为282/360/450万吨；
- 2) 预计公司负极材料2023-2025年产能稳定在8万吨，产量预计为3/8/8万吨。

图表29：2022-2025年分业务盈利拆分及预测（亿元）

	2022	2023E	2024E	2025E
预焙阳极				
营收	169.07	141.00	180.00	225.00
营业成本	145.71	126.90	156.60	193.50
毛利	23.36	14.10	23.40	31.50
毛利率(%)	13.8%	10.0%	13.0%	14.0%
负极一体化				
营收		4.76	12.80	12.80
营业成本		4.17	11.20	11.20
毛利		0.59	1.60	1.60
毛利率(%)		12.5%	12.5%	12.5%
其他				
营收	24.94	6.00	6.00	6.00
营业成本	22.62	5.40	5.40	5.40
毛利	2.32	0.60	0.60	0.60
毛利率(%)	9.3%	10.0%	10.0%	10.0%
总计				
营收	194.01	151.76	198.80	243.80
营业成本	168.33	136.47	173.20	210.10
毛利	25.68	15.29	25.60	33.70
毛利率(%)	13.2%	10.1%	12.9%	13.8%

■ 随着石油焦和预焙阳极价格企稳，公司业绩回归正轨。我们预计2023-2025年公司归母净利润为2.38/10.89/14.93亿元，对应EPS为0.44 /2.01/2.76元，PE为41.1/9.0/6.6倍，维持“买入评级”。

图表30：可比公司估值(iFind一致预期)

证券代码	证券简称	9月15日收盘价(元)	2023E PE	2024E PE	2025E PE	2023E EPS
603659	璞泰来	30.70	16.7x	12.4x	10.2x	1.86
600884	杉杉股份	13.73	11.9x	9.4x	7.4x	1.15
835185	贝特瑞	22.99	10.4x	8.1x	6.1x	2.38
300035	中科电气	10.33	16.9x	8.2x	6.9x	0.62
负极材料行业平均			14.0x	9.5x	7.7x	1.50
000807	云铝股份	15.25	11.7x	9.1x	7.6x	1.30
601600	中国铝业	6.68	15.6x	12.7x	10.6x	0.43
002532	天山铝业	6.81	9.6x	7.9x	6.9x	0.71
电解铝行业平均			12.3x	9.9x	8.4x	0.81
603612.SH	索通发展	18.10	41.1x	9.0x	6.6x	0.44

资料来源：iFind，中邮证券研究所

- 项目投产不及预期
- 原材料价格下跌
- 预焙阳极价格大幅波动
- 行业竞争激烈
- 下游需求不及预期

财务报表和主要财务比率



财务报表和主要财务比率					主要财务比率			
财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表								
营业收入	19401	15176	19880	24380	营业收入	105.1%	-21.8%	31.0%
营业成本	16833	13647	17320	21010	营业利润	51.5%	-73.7%	348.7%
税金及附加	87	98	112	134	归属于母公司净利润	46.0%	-73.7%	357.0%
销售费用	52	83	88	102	获利能力			37.1%
管理费用	235	281	331	384	毛利率	13.2%	10.1%	12.9%
研发费用	231	213	269	321	净利率	4.7%	1.6%	5.5%
财务费用	191	0	0	0	ROE	16.6%	3.4%	15.7%
资产减值损失	-222	-453	-1	-2	ROIC	8.9%	1.6%	6.3%
营业利润	1473	387	1738	2405	偿债能力			7.6%
营业外收入	2	0	0	0	资产负债率	57.9%	58.5%	58.5%
营业外支出	16	0	0	0	流动比率	1.44	1.43	1.44
利润总额	1459	387	1738	2405	营运能力			1.48
所得税	284	81	354	487	应收账款周转率	9.79	6.44	7.42
净利润	1175	307	1384	1918	存货周转率	4.95	3.58	4.35
归属净利润	905	238	1089	1493	总资产周转率	1.32	0.79	0.87
每股收益(元)	1.67	0.44	2.01	2.76	每股指标(元)			
资产负债表								
货币资金	2988	7427	7992	10006	每股收益	1.67	0.44	2.01
交易性金融资产	0	0	0	0	每股净资产	10.07	12.77	14.79
应收票据及应收账款	2330	2465	3017	3529	估值比率			17.55
预付款项	537	482	582	706	PE	10.81	41.08	8.99
存货	4659	3828	5305	6010	PB	1.80	1.42	1.22
流动资产合计	11611	14875	17803	21426	现金流量表			1.03
固定资产	4368	4760	4948	5155	净利润	1175	307	1384
在建工程	493	492	686	783	折旧和摊销	483	550	596
无形资产	429	453	490	521	营运资本变动	-2543	1161	-2044
非流动资产合计	5743	6426	6851	7198	其他	543	395	51
资产总计	17354	21302	24655	28624	经营活动现金流净额	-342	2411	-13
短期借款	5728	7009	8658	10333	资本开支	-950	-984	-1019
应付票据及应付账款	1286	1645	1855	2129	其他	-652	-154	-54
其他流动负债	1062	1772	1882	1984	投资活动现金流净额	-1602	-1138	-1072
流动负债合计	8075	10426	12395	14446	股权融资	983	1439	0
其他	1968	2037	2037	2037	债务融资	2671	1905	1649
非流动负债合计	1968	2037	2037	2037	其他	-1202	-185	0
负债合计	10043	12463	14432	16482	筹资活动现金流净额	2451	3158	1649
股本	461	541	541	541	现金及现金等价物净增加额	505	4440	564
资本公积	2385	3744	3744	3744				2015
未分配利润	2440	2429	3354	4624				
少数股东权益	1862	1930	2225	2651				
其他	164	195	359	583				
所有者权益合计	7311	8839	10223	12142				
负债和所有者权益总计	17354	21302	24655	28624				

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

李帅华 (首席分析师)

SAC编号: S1340522060001

邮箱: lishuaihua@cnpsec.com

王靖涵 (研究助理)

SAC编号: S1340122080037

邮箱: wangjinghan@cnpsec.com

分析师声明

李帅华承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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，可随时更改且不予以通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

免责声明

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
可转债 评级		推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048

