东兴证券 DONGXING SECURITIES

星源材质（300568）：湿法隔膜成出货主力，三大变化助推份额提升

2020 年 10 月 29 日

推荐/维持

星源材质 | 公司报告

事件：公司于近期披露三季报、可转债募集说明书（修订稿）、关于发行可转债的审核问询函的回复等多份公告，内容显示，2020 年上半年，公司湿法隔膜销量已经超过干法隔膜，对宁德时代销售额大幅提升，湿法产能利用率、盈利能力显著提升，且三季度营收和归母净利润同比均有较大幅度增长。

上半年湿法隔膜出货已成主力，对宁德时代销售额增长明显。公司公告显示，2020 年上半年湿法隔膜产量 1.87 亿平方米，销量 1.15 平方米，湿法隔膜产量占比 68.17%，销量占比 51.83%，湿法隔膜已经成为主要产品。上半年公司 5.5%的销售额（0.19 亿元）来自第三大客户宁德时代，如按照公司披露的湿法 1.24 元/平方米的均价计算，上半年公司对宁德时代销量约为 0.15 亿平方米。2019 年公司与其交易额未超过 0.194 亿元，预计全年增长明显。

湿法产线产能利用率提升，成本下降，盈利能力显著提升。2020 年上半年，公司在湿法产能较 2019 年增长 2.65 亿平方米至 4.72 亿平方米的背景下，产能利用率进一步提升至 79.44%。因为折旧成本在隔膜成本中占比近 3 成，公司在湿法隔膜产品均价下降 28.74%至 1.24 元/平方米的背景下，平均成本下降至 0.75 元/平方米，毛利率提升至 39.73%。

三大变化或助推公司市场份额提升：1）从成本管控方面看，最新拟投产的年产 2 亿平米湿法隔膜项目单位产能投资额大幅下降，有望凭借成本优势获得更多订单。**2）**从海外客户看，Northvolt 在欧洲锂电产业本土化发展趋势中优势明显，公司已公告成为其湿法隔膜供应商，有望受益。**3）**从国内客户看，头部企业或出于供应链安全等考量，适度均衡采购比例，公司在最大本土电池商宁德时代的供货份额已显著提升。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.39、1.86 和 2.29 亿元，对应当前股本 EPS 分别为 0.31、0.41 和 0.51 元。对应 2020.10.28 收盘价 85.30、63.67 和 51.69 倍 P/E。维持“推荐”评级。

风险提示：行业和客户需求或不及预期，产能投产进度或不及预期，成本下降幅度或不及预期，行业竞争加剧或导致产品价格下跌超出预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	583.49	599.74	901.26	1,170.14	1,409.82
增长率（%）	11.92%	2.79%	50.28%	29.83%	20.48%
归母净利润（百万元）	222.15	136.15	138.74	185.85	228.93
增长率（%）	108.02%	-38.71%	1.90%	33.96%	23.18%
净资产收益率（%）	14.54%	5.52%	5.29%	7.08%	8.63%
每股收益(元)	0. 50	0. 30	0.31	0.41	0.51
PE	38. 02	62. 04	85.30	63.67	51.69
PB	5. 53	3. 42	4.52	4.51	4.46

资料来源：Wind、东兴证券研究所

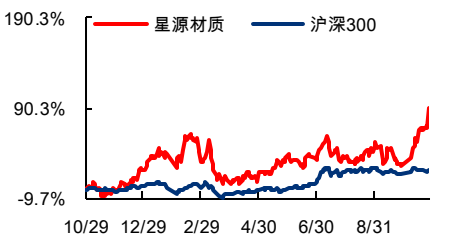
公司简介：

公司主营锂电池隔膜

交易数据

52 周股价区间（元）	26.38-12.73
总市值（亿元）	118.34
流通市值（亿元）	94.72
总股本/流通 A 股（万股）	44,860/35,906
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	4.21

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：郑丹丹

021-25102903 zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519070001

分析师：李远山

010-66554024 liysh@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519040001

研究助理：张阳

010-66554016 zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070043

目 录

1. 干湿法产能均有较大幅度增加，湿法隔膜已成销量主力 3
2. 头部客户需求增加，产能利用率提升带来成本下降 3
3. 三大理由看好市场份额持续提升 5
相关报告汇总 9

插图目录

图 1： 公司干法产线与湿法产线产能持续扩（2017-2020H1） 3
图 2： 公司产品销量及结构（2017-2020H1） 3
图 3： 公司产品成本（单位：元/平方米，2017-2020H1） 5
图 4： 公司产品毛利率情况（2017-2020H1） 5

表格目录

表 1： 公司已有产能与拟建产能情况 3
表 2： 公司前五大客户情况 4
表 3： 公司产品产能利用率 5
表 4： 公司在干法隔膜市场市占率 5
表 5： 公司在湿法隔膜市场市占率 6
表 6： 公司在宁德时代中份额提升 6
表 7： 公司湿法产线投资额情况 6
表 8： 乐观预期下 Northvolt 电池产能情况 7

1. 干湿法产能均有较大幅度增加，湿法隔膜已成销量主力

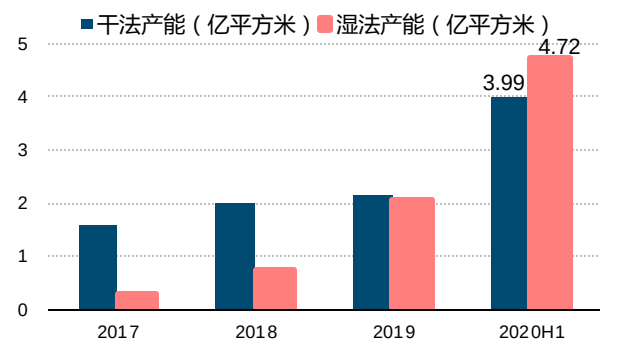
在建产能陆续投产，湿法产品已经占据主要地位。公司干法隔膜在建产能主要是江苏星源 4 亿平方米产能，而在建的湿法产能主要是常州星源 3.6 亿平湿法产能，如表 1 所示。2020 年上半年上述产能均陆续投放，公司干法隔膜产能增加 85.58%至 3.99 亿平方米，湿法产能增加 128.11%至 4.72 亿平方米，如图 1 所示。此外，2020 年上半年，公司湿法产品销量达 1.15 亿平方米，占比达到 51.83%，成为主要销售产品，如图 2 所示。

表1：公司已有产能与拟建产能情况

产能情况	生产基地/项目	干法产能（亿平米）	湿法产能（亿平米）	涂覆产能（亿平米）
已有/在建产能	华南生产基地（深圳）	2	0.35	0.55
	合肥星源	-	0.8	0.5
	常州星源	-	3.6	-
	超级涂覆工厂（江苏）	4		10
	合计	**6**	**4.75**	**11.05**
拟建产能	2020 年转债项目	-	2	
	欧洲瑞典工厂	-	7	4.2
	合计	**-**	**9**	**4.2**

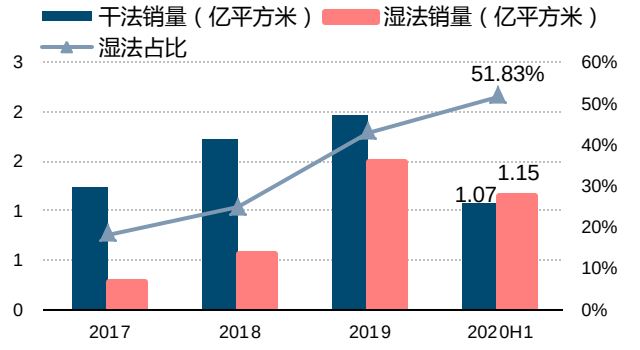
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图1：公司干法产线与湿法产线产能持续扩（2017-2020H1）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图2：公司产品销量及结构（2017-2020H1）



资料来源：高工锂电，昕产业智库，东兴证券研究所

2. 头部客户需求增加，产能利用率提升带来成本下降

公司对宁德时代销售额增长明显。2020 年上半年，公司对宁德时代的销售额为 0.19 亿元，而 2019 年全年公司对其销售额未超过 0.194 亿元，预计全年增幅明显。同时，公司与村田（Murata Energy Device

Singapore Pte. Ltd.）签订的 5 年内供应 2.5 亿平方米的订单开始放量。此前公司发布的中报显示，“年产 36,000 万平方米锂离子电池湿法隔膜项目”已基本建设完成并向宁德时代、村田、SAFT 等客户供货。头部客户需求增加提升了公司产能利用率，降低了成本。

表2：公司前五大客户情况

年度	序号	客户名称	销售金额（万元）	站营业收入比例
2020 年 1-6 月	1	LG 化学	8,554.85	25.09%
	2	比亚迪股份有限公司	1,994.95	5.85%
	3	宁德时代新能源科技股份有限公司	1,875.27	5.50%
	4	Murata Energy Device Singapore Pte. Ltd.	1,793.06	5.26%
	5	国轩高科股份有限公司	1,606.85	4.71%
	合计		**15,824.98**	**46.41%**
2019 年度	1	LG 化学	21,999.97	36.68%
	2	国轩高科股份有限公司	5,926.44	9.88%
	3	孚能科技（赣州）股份有限公司	3,906.11	6.51%
	4	天津力神电池股份有限公司	2,806.17	4.68%
	5	惠州亿纬锂能股份有限公司	1,938.56	3.23%
	合计		**36,577.25**	**60.98%**
2018 年度	1	LG 化学	19,464.14	37.33%
	2	比亚迪股份有限公司	6,167.98	11.83%
	3	天津捷威动力工业有限公司	3,482.81	6.68%
	4	上海卡耐新能源有限公司	2,398.36	4.60%
	5	万向集团公司	2,030.21	3.89%
	合计		**33,543.50**	**64.33%**

资料来源：公司公告、东兴证券研究所引用

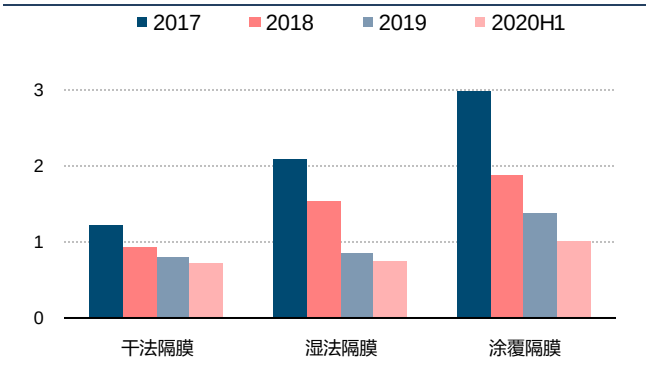
客户需求释放直接带来产能利用率的提升，湿法产品成本下降，盈利能力提升。2020 年上半年，公司干法产能增加快于需求增长，产能利用率从 2019 年的 93%降至 43.88%，致使毛利率下滑至 35.72%。而湿法产品，因受益于宁德时代、村田等客户的需求增长，在产能翻倍的情况下产能利用率提升至 79.44%，盈利能力大幅改善。如表 3 和图 3、图 4 所示。

表3：公司产品产能利用率

产品种类	2017	2018	2019	2020H1
干法隔膜	77.97%	86.07%	93%	43.88%
湿法隔膜	96.3%	99.17%	71.67%	79.44%

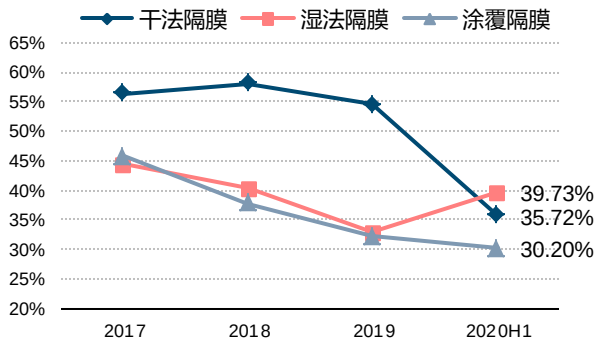
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图3：公司产品成本（单位：元/平方米，2017-2020H1）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图4：公司产品毛利率情况（2017-2020H1）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 三大变化助推市场份额持续提升

当前公司在干法隔膜领域处于领先地位，湿法隔膜领域市占率正在逐步提升。公司在干法和湿法隔膜领域的市场占有率如表 4 和表 5 所示。

表4：公司在干法隔膜市场市占率

干法隔膜市占率	2016	2017	2018	2019
星源材质	**20%**	**20%**	**23%**	**28%**
沧州明珠	10%	12%	12%	22%
中材科技	13%	9%	9%	12%
中兴新材	-	-	16%	9%
东航光电	3%	3%	4%	3%
纽米科技	1%	4%	3%	-
河南义腾	10%	9%	3%	-

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表5：公司在湿法隔膜市场市占率

湿法隔膜市占率	2016	2017	2018	2019
上海恩捷	20%	26%	36%	43%
苏州捷力	13%	21%	11%	12%
湖南中锂	-	17%	8%	11%
星源材质	**5%**	**2%**	**3%**	**8%**
鸿图隔膜	4%	2%	4%	3%
纽米科技	10%	6%	4%	3%
金辉高科	12%	6%	3%	2%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

我们看好公司未来市场占有率的进一步提升，尤其是在湿法领域，理由有三点。

第一点，国内头部电池厂商出于供应链安全考虑，或将分散供应商份额，公司有望受益。随着恩捷股份陆续收购苏州捷力和纽米科技，湿法隔膜市场格局进一步集中。对于宁德时代等需求量较大的头部电池企业而言，分散供应商份额是降低供应链风险、强化话语权的有效途径。公司具备较大隔膜产能，但市场份额较低，仍有较大提升空间，公司在宁德时代隔膜需求中的份额大致从 2019 年的不足 2%已经提升至 2020 年上半年的 6%-7%。如表 6 所示。**看好公司在宁德时代等大客户中的份额提升。**

表6：公司在宁德时代中份额提升

年份	对宁德时代销售额（亿元）	公司湿法隔膜均价（元/平方米）	对应大致销量（亿平方米）	宁德时代产量（GWh）	宁德时代隔膜需求（亿平方米）	公司大致份额
2019 年	<0.194	1.26	<0.15	47.26	约 7.09	<2.12%
2020 年上半年	0.1875	1.24	0.15	15.08	约 2.26	6.64%

资料来源：各公司公告、东兴证券研究所（注：1GWh 电池所需隔膜量按 1500 万平方米计算）

第二点，公司新产线产能大幅提升，成本有望进一步下降，公司有望凭借成本优势获得更多订单。公司拟投建的 2 亿平方米湿法隔膜项目和瑞典隔膜产线单位产能投资额相比于目前常州湿法产线的单位产能投资预算大幅降低，如表 7 所示。我们认为公司有望凭借更低成本获得更多订单。

表7：公司湿法产线投资额情况

对比项	常州 3.6 亿平湿法产线	年产 2 亿平方米湿法隔膜项目	瑞典湿法隔膜生产线及涂覆生产线
设计产能	3.6 亿平方米	2 亿平方米	7 亿平方米湿法基膜+4.2 亿平方米涂覆膜
投资预算	19.96 亿元	5.00 亿元	19.72 亿元
单位产能投资	5.54 元/平方米	2.5 元/平方米	湿法基膜约 2 元/平方米，涂覆膜约 1.36 元/平方米

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

第三点，欧洲本土电池企业 Northvolt 放量在即，有望为公司带来更大增量需求。出于产品质量、**体系匹配度、服务便捷性**等多方面考量，星源材质与 Northvolt 达成了深度合作协议。Northvolt 截至 2030 年底在手订单总价值超 130 亿美元，因此其需求有保障。公司公告表明，到 2024 年， 星源材质的欧洲工厂将向 Northvolt 提供包括基膜、涂覆和分切在内的超过 50%需求量的隔膜。在星源材质的欧洲工厂建成之前，Northvolt 的前期隔膜需求将从星源材质的常州基地供货。看好 Northvolt 在欧洲锂电产业本土化发展趋势下的前景，亦看好其对公司隔膜需求带来的强有力拉动作用。乐观预期下 Northvolt 产能投放进度如表 8 所示，实际情况或与预期有一定差异。

表8：乐观预期下 Northvolt 电池产能情况

生产基地	*基本情况	2022	2023	2024	2025
Northvolt Ett	大规模生产将在 2021 年开始，到 2024 年，年产能将增加到至少 32GWh，将来或扩至 40GWh	16GWh	24GWh	32GWh	40GWh
Northvolt Zwei	2019 年 9 月， Northvolt 宣布与德国大众汽车集团合资成立 NorthvoltZwei， 该工厂预计于 2021 年开始建设，于 2024 年初开始运营， 初始产能 20 GWh/年	-	-	20GWh	20GWh
合计		16GWh	24GWh	52GWh	60GWh
对应理论隔膜需求（亿平方米）		2.4	3.6	7.8	9

*资料来源：*公司公告、东兴证券研究所预测（注：1GWh 电池所需隔膜量按 1500 万平方米计算）*

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1,079.07	1,739.11	2,021.39	2,489.01	2,899.07	**营业收入**	583.49	599.74	901.26	1,170.14	1,409.82
货币资金	419.36	482.93	684.96	889.30	1,071.46	**营业成本**	301.93	348.94	545.65	708.43	846.00
应收账款	335.90	372.70	560.07	727.16	876.10	营业税金及附加	10.94	9.41	14.14	18.35	22.11
其他应收款	9.75	5.20	7.81	10.14	12.22	营业费用	28.85	36.62	45.06	58.51	70.49
预付款项	9.67	3.55	-1.87	-11.59	-23.21	管理费用	87.87	86.43	108.15	140.42	169.18
存货	108.64	177.49	277.54	360.34	430.32	财务费用	11.55	37.03	43.59	61.05	74.92
其他流动资产	130.54	372.38	372.38	372.38	372.38	研发费用	38.20	35.40	45.00	58.42	70.39
非流动资产合计	2,489.66	3,590.11	3,817.04	4,089.52	4,313.02	资产及信用减值损失*	11.39	8.06	12.11	15.72	18.94
长期股权投资	7.81	11.82	11.82	11.82	11.82	公允价值变动收益	0.00	0.69	0.00	0.00	0.00
固定资产	794.27	1,668.64	2,294.65	2,717.62	3,019.07	投资净收益	2.87	-6.22	0.00	0.00	0.00
无形资产	196.31	191.69	180.19	169.38	159.21	加：其他收益	28.60	29.92	44.97	58.38	70.34
其他非流动资产	511.83	101.51	0.00	0.00	0.00	**营业利润**	124.05	62.41	132.54	167.63	208.13
资产总计	3,568.73	5,329.22	5,838.44	6,578.52	7,212.10	营业外收入	125.19	97.58	30.00	50.00	60.00
流动负债合计	639.32	1,398.03	2,312.31	3,056.82	3,673.49	营业外支出	0.32	0.62	0.01	0.00	0.00
短期借款	418.23	684.71	1,376.95	1,931.38	2,390.57	**利润总额**	248.92	159.37	162.52	217.63	268.13
应付账款	89.75	331.29	510.94	663.37	792.19	所得税	46.26	29.41	30.10	40.23	49.61
预收款项	0.45	0.58	-13.18	-21.99	-32.61	**净利润**	202.66	129.96	132.43	177.39	218.52
一年内到期的非流动负债	53.75	240.35	240.35	240.35	240.35	少数股东损益	-19.49	-6.19	-6.31	-8.46	-10.42
非流动负债合计	1,388.96	1,455.76	808.41	808.41	808.41	归属母公司净利润	222.15	136.15	138.74	185.85	228.93
长期借款	610.22	649.39	629.78	629.78	629.78	**主要财务比率**					
应付债券	376.16	398.86	0.00	0.00	0.00		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2,028.27	2,853.79	3,120.71	3,865.22	4,481.89	**成长能力**					
少数股东权益	13.05	6.85	0.54	-7.92	-18.33	营业收入增长	11.92%	2.79%	50.28%	29.83%	20.48%
实收资本（或股本）	192.00	230.41	448.60	448.60	448.60	营业利润增长	9.53%	-49.69%	112.37%	26.48%	24.16%
资本公积	733.70	1,538.17	1,538.17	1,538.17	1,538.17	归属于母公司净利润增长	108.02	-38.71%	1.90%	33.96%	23.18%
未分配利润	426.53	518.17	540.31	534.43	549.07	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	1,527.41	2,468.58	2,620.48	2,624.51	2,651.83	毛利率(%)	48.25%	41.82%	39.46%	39.46%	39.99%
负债和所有者权益	3,568.73	5,329.22	5,838.44	6,578.52	7,212.10	净利率(%)	34.73%	21.67%	14.69%	15.16%	15.50%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	6.22%	2.55%	2.38%	2.83%	3.17%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	14.54%	5.52%	5.29%	7.08%	8.63%
经营活动现金流	239.67	147.26	240.68	415.49	525.43	**偿债能力**					
净利润	202.66	129.96	132.43	177.39	218.52	资产负债率(%)	56.83%	53.55%	53.45%	58.76%	62.14%
折旧摊销	283.56	291.84	0.00	222.61	271.34	流动比率	1.69	1.24	0.87	0.81	0.79
财务费用	11.55	37.03	43.59	61.05	74.92	速动比率	1.52	1.12	0.75	0.70	0.67
应收帐款减少	-132.93	-36.80	-187.38	-167.09	-148.95	**营运能力**					
预收帐款增加	-17.94	0.13	-13.76	-8.81	-10.61	总资产周转率	0.20	0.13	0.16	0.19	0.20
投资活动现金流	-1,263.4	-1,291.6	-187.47	-522.13	-525.35	应收账款周转率	2.17	1.69	1.93	1.82	1.76
公允价值变动收益	0.00	0.69	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	7.47	2.85	2.14	1.99	1.94
长期投资减少	-8.01	11.19	0.00	0.00	0.00	**每股指标（元）**					
投资收益	2.87	-6.22	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.30	0.31	0.41	0.51
筹资活动现金流	685.38	1,297.30	148.83	310.99	182.08	每股净现金流(最新摊薄)	-0.75	0.34	0.45	0.46	0.41
应付债券增加	376.16	22.70	-398.86	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	3.40	5.50	5.84	5.85	5.91
长期借款增加	491.47	39.18	-19.61	0.00	0.00	**估值比率**					
普通股增加	0.00	38.41	218.19	0.00	0.00	P/E	53.27	86.92	85.30	63.67	51.69
资本公积增加	-3.06	804.46	0.00	0.00	0.00	P/B	7.75	4.79	4.52	4.51	4.46
现金净增加额	-338.35	152.89	202.03	204.34	182.16	EV/EBITDA	14.56	19.34	37.97	29.75	24.84

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

**注："资产及信用减值损失"分项，损失为正。*

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业报告	新能源汽车系列报告 15：7 月欧洲新能源汽车销量增速或超 200%，全年 130 万销量可期	2020-08-06
行业报告	新能源汽车行业系列报告 14：Northvolt 获宝马订单，中国供应商有望受益	2020-07-22
行业报告	官方加强电网规划投资管理，上半年新能源车市表现分化——电力设备与新能源行业月报（2020 年 7 月）	2020-07-14
行业报告	电力设备与新能源行业报告：国内新能源汽车市场出现分化，福特与大众牵手合作	2020-06-16
行业报告	电力设备与新能源行业报告：光伏系列报告 1：行业规范提标，加速新技术产业化	2020-06-14
行业报告	新能源汽车系列报告 13：欧洲新能源汽车推广超预期逻辑逐步获验	2020-06-02
行业报告	电力设备与新能源行业报告：未来已来，特斯拉产业链系列报告（三）：新能源，“芯”战场	2020-06-02
行业报告	汽车&电新行业：大众投资江淮、国轩，加码在华新能源布局——暨新能源汽车系列报告 12	2020-06-01
行业深报告	新能源汽车系列报告 11：无惧疫情，欧洲新能源汽车销量翻倍仍可期	2020-05-24
行报告	新能源汽车系列报告 10：官方提高对新能源整车和动力电池的安全技术要求	2020-05-17
行业报告	电力设备与新能源行业报告：欧洲新能源汽车和国内风电行业颇具韧性	2020-05-13
行业报告	风电：奔向“平价”的清洁能源	2020-05-13
公司报告	福莱特：长坡厚雪，无惧波动	2020-04-24
公司报告	福莱特（601865）：光伏玻璃赛道优质，公司持续盈利能力出色	2019-12-02
公司报告	金风科技（002202）：低谷已过，有望迎来业绩拐点	2020-04-07
公司报告	恩捷股份（002812）：如何在锂电隔膜行业实现后来者居上？	2020-04-21
公司报告	恩捷股份（002812）：锂电隔膜行业龙头，竞争优势明显	2020-03-18
公司报告	宁德时代（300750）：客户粘性为盾，纵向一体化为矛	2020-05-07
公司报告	特锐德（300001）：大浪淘沙，沉者为金	2020-05-15
公司报告	中环股份（002129）：半导体持续突破，光伏大硅片引领行业进步	2020-03-30
公司报告	中环股份（002129）：半导体硅片国产化龙头，12 英寸即将放量	2020-03-15
公司报告	卧龙电驱（600580）：19 年预盈幅度略低预期，长期看好与 ZF 的合作	2020-01-21
公司报告	卧龙电驱（600580）：拥抱欧洲新能源汽车市场	2020-01-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018 “天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

李远山

西安交通大学学士，清华大学核能科学与工程硕士，曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作，2016 年加入新时代证券研究所，2019 年加入东兴证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。

研究助理简介

张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要负责新能源汽车产业链方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526