

钧达股份 (002865) 动态点评

TOPCon电池领跑者，N型扩产再提速

2023年06月07日

【事项】

- ◆ 事项一：近期，捷泰科技在 SNEC 光伏展上展出最新 P/N 型电池片产品，其中 N 型 TOPCon 电池片拥有高转化率、高双面率、低温度系数、低衰减等核心优势，电池效率能够达到 25.33%，吸引了大批展商了解询问。
- ◆ 事项二：前期，公司公告淮安一期 13GW TOPCon 电池项目超计划建成投产，淮安二期 13GW TOPCon 电池产能加速推进，计划 2023 年实现满产。

【评论】

- ◆ 钧达股份成立于 2003 年，主营业务为汽车内饰部件，2021 年开始分步收购捷泰科技并逐步剥离传统主业，成功转型光伏电池片制造。捷泰科技深耕光伏电池片制造环节，多年位居全球光伏电池片出货前五，2022 年捷泰把握电池片 N 型迭代机遇，出货重回全球前五之列。未来，捷泰凭借上市公司融资优势加速 N 型 TOPCon 产能扩张，份额有望进一步提升。
- ◆ TOPCon 电池性能优异，供不应求溢价明显。1) 技术层面：TOPCon 电池极限转换效率为 28.7% 优于 HJT 电池，并且可通过激光掺杂、高阻密栅、低 poly 膜层和钝化膜层优化等手段进一步提升效率，同时未来可与 BC 技术结构形成 TBC 或向 SCPC、TSiX 电池升级打开转换效率天花板。2) 成本角度：材料端，2023 年 TOPCon 硅片厚度有望减薄至 130um 降低硅料成本，银浆耗量降低至 90-10mg/片减少银浆成本。设备端，TOPCon 工艺成熟且兼容 PERC 产线，设备投资成本低于 2 亿元/GW，并有望快速下降与 PERC 持平；3) 需求角度：下游客户对 N 型组件接受度快速提升，近期大部分项目招标 N 型占比超过 20%。我们预计 2023 年 TOPCon 电池片相较 P 型电池有望保持 0.1 元/w 以上溢价。
- ◆ 率先实现 TOPCon 电池量产，产能规模领跑行业。公司 2022 年 9 月率先实现 TOPCon 电池片量产，目前产品覆盖 N 型 182、210 等主流尺寸。2023 年底公司电池产能有望达 53.5GW，其中 N 型 TOPCon 产能 44GW，包括滁州 8+10GW 和淮安 13+13GW。客户方面，公司覆盖晶科能源、晶澳科技和阿特斯等光伏头部组件厂商，我们预计 2023 年公司 P 型电池出货 9.5GW、N 型 TOPCon 电池出货 23GW。


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (首次)

东方财富证券研究所

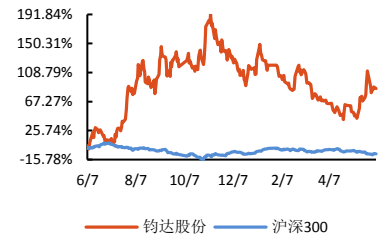
证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：唐硕

电话：021-23586475

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	24796.46
流通市值 (百万元)	24191.49
52 周最高/最低 (元)	267.23/80.95
52 周最高/最低 (PE)	233.79/-99.14
52 周最高/最低 (PB)	36.13/12.31
52 周涨幅 (%)	95.86
52 周换手率 (%)	609.49

相关研究

【投资建议】

公司分步收购捷泰科技完成光伏电池制造转型，加速布局N型TOPCon电池产能，考虑到目前TOPCon电池片供不应求，相较P型电池溢价明显，我们预计公司2023-2025年实现营业收入233.38/338.65/392.90亿元，同比增速101.27%/45.11%/16.02%；实现归母净利润25.05/34.06/41.75亿元，同比增速249.37%/35.97%/22.58%；EPS分别为12.60/17.13/21.00元，对应EPS分别为9/7/5倍，首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	11595.39	23338.42	33865.41	39289.99
增长率(%)	304.95%	101.27%	45.11%	16.02%
EBITDA（百万元）	1255.60	3591.24	4774.15	5763.67
归属母公司净利润（百万元）	716.95	2504.81	3405.84	4174.75
增长率(%)	501.35%	249.37%	35.97%	22.58%
EPS(元/股)	5.08	12.60	17.13	21.00
市盈率(P/E)	36.44	9.01	6.63	5.41
市净率(P/B)	24.93	6.44	3.26	2.03
EV/EBITDA	21.66	6.09	3.95	2.68

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

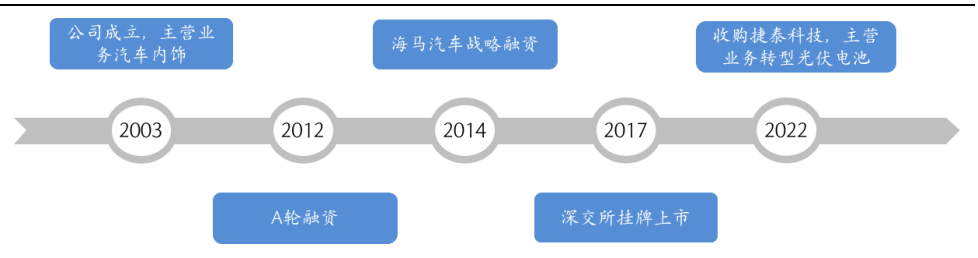
下游需求不及预期；
 产能建设不及预期；
 产业链价格大幅波动影响盈利。

1. 钧达股份：剥离汽车饰件业务，全面转型光伏制造

1.1. 全资控股捷泰科技，彻底转型光伏电池制造

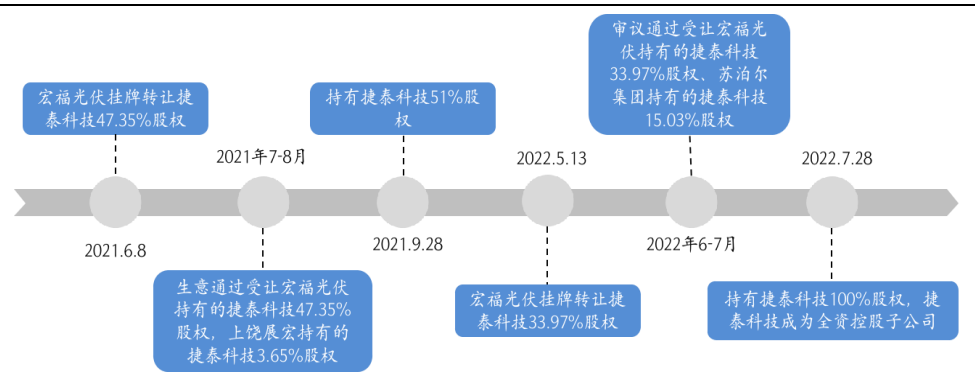
公司完成对捷泰科技的全资收购，主营业务彻底转向光伏电池。钧达股份成立于 2003 年，原主营业务为汽车塑料内外饰件。2022 年 6 月，公司将原有增长乏力，持续亏损的汽车饰件业务置出，于 2022 年 7 月完成对捷泰科技的全部收购，捷泰科技成为公司全资控股子公司，主营业务彻底转型为光伏电池的研发、生产和销售。公司实现业务转型后，光伏电池片业务以子公司捷泰科技进行开展，主要产品包括单晶 PERC 和 N 型 TOPCon 太阳能电池，产品性能均处于国际领先水平。

图表 1：钧达股份发展历程



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

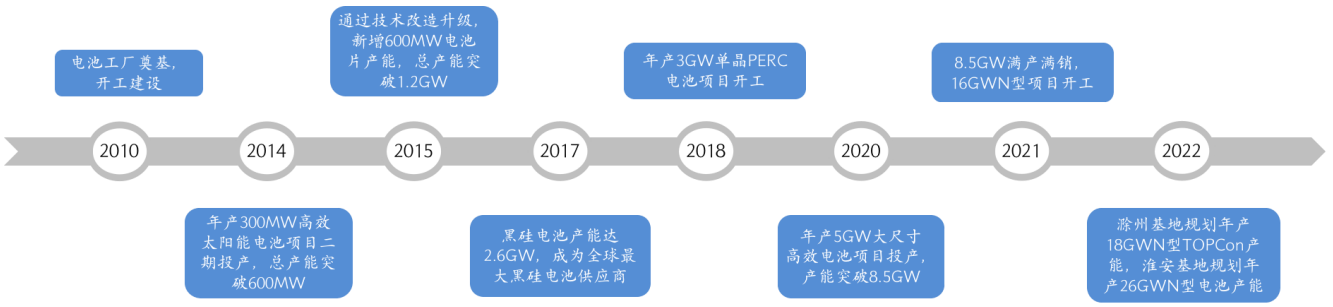
图表 2：2022 年公司完成对捷泰科技的全部收购



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

捷泰科技深耕光伏电池制造，电池片出货多年位于行业前列。捷泰 2010 年电池工厂开工建设，正式进入光伏电池片领域，主打 182mm 以上大尺寸单晶 PERC 及 N 型高效太阳能电池。公司上饶基地拥有年产 9.5GW 大尺寸 PERC 产能，产品转换效率达 23.5% 以上；2022 年 9 月公司率先行业实现 N 型 TOPCon 电池的大规模量产，滁州基地一期年产 8GW N 型 TOPCon 产线顺利达产，产品效率达 25% 以上。2018 年以来，捷泰科技（展宇新能源）多次位居全球电池片出货前五之列，2022 年，捷泰科技凭借上市公司融资资源及 N 型迭代机遇再次回到电池片出货前五名，未来随着公司产能进一步扩张，有望进一步提升市场份额。

图表 3：公司全资子公司捷泰科技发展历程



资料来源：捷泰科技官网，东方财富证券研究所

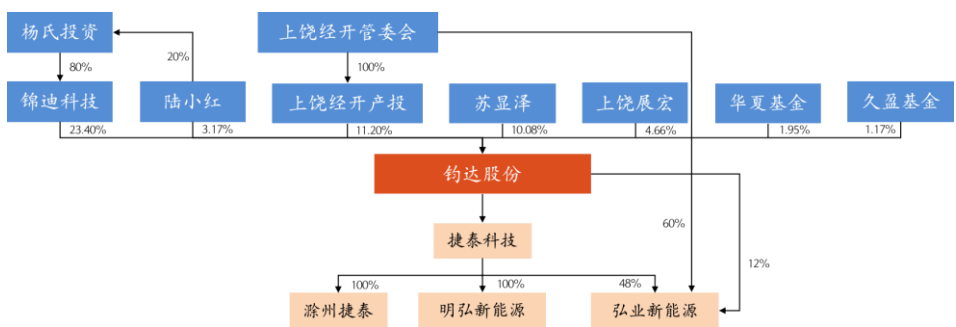
图表 4：2018–2022 年全球电池片出货排名

排名	2018	2019	2020	2021	2022
1	通威	通威	通威	通威	通威
2	爱旭	爱旭	爱旭	爱旭	爱旭
3	展宇（捷泰）	中宇	润阳	润阳	润阳
4	联合再生能源	展宇（捷泰）	潞安	中宇	中润
5	茂迪	润阳	中宇	潞安	捷泰

资料来源：Infolink Consulting 公众号，东方财富证券研究所

公司股权结构稳定，捷泰科技管理层行业经验丰富。公司实际控制人为杨氏家族，公司董事长陆小红女士直接持股比例为 3.17%。截至 2023Q1，公司第一大股东为海南锦迪科技投资有限公司，持股比例为 23.40%；上饶经济技术开发区产业发展投资有限公司为第二大股东，持股比例为 11.20%。2022 年 6 月，公司聘任捷泰科技总经理张满良为公司总经理，原总经理陆小红不再担任总经理职务，后续公司经营主要由捷泰科技管理人员负责。公司核心管理层具备丰富的行业经验，张满良先生具有 15 年光伏行业从业经历，历任技术、研发、生产管理、经营管理多个岗位，具备光伏行业全面的技术及经营管理经验。

图表 5：钧达股份股权结构（截至 2023Q1）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

股权激励持续稳定人才，推动公司光伏领域转型。2023 年 1 月，为了满足公司高质量发展的人才需求以及稳定公司核心业务骨干，公司进一步推出 2023 年度股票激励计划，将员工利益与企业利益深度绑定。截至目前，公司通过三期股权激励的实施，将捷泰科技超 400 名核心管理人员、技术人员、业务人员

等骨干成员纳入激励对象范围，较大程度稳定了核心管理人员，进一步促进钧达股份和捷泰科技的整合，推动公司向光伏领域全面转型。

图表 6：2023 年股票期权激励计划

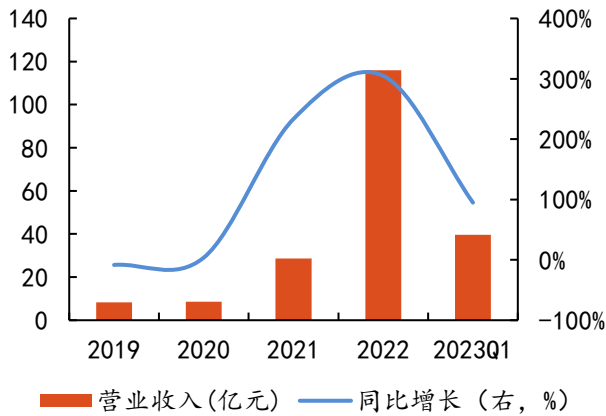
时间	姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总量的 比例	占本激励计划公告时公司股本 总额的比例
2023	张满良	董事、总经理	22.8	6.26%	0.16%
	郑洪伟	董事、副总经理	22.5	6.18%	0.16%
	中层管理人员、核心骨干员工 (214人)		246.1	67.56%	1.74%
	首次授予合计		291.4	80.00%	2.06%
	预留		72.85	20.00%	0.51%
	总计		364.25	100.00%	2.57%
2022	张满良	董事、副总经理， 捷泰科技总经理	20	7.01%	0.14%
	郑彤	财务总监、董事会 秘书，捷泰科技总 经理助理	6	2.10%	0.04%
	捷泰科技核心管理、技术、业 务人员（139人）		202.3	70.91%	1.43%
	首次授予合计		228.3	80.02%	1.61%
	预留		57	19.98%	0.40%
	总计		285.3	100.00%	2.02%
2021	张满良	董事、副总经理， 捷泰科技总经理	22.00	6.66%	0.16%
	郑洪伟	董事、副总经理， 捷泰科技副总经理 兼董秘	20.00	6.05%	0.15%
	白玉磐	捷泰科技副总经理	12.00	3.63%	0.09%
	捷泰科技核心管理、技术、业 务人员（109人）		233.50	70.65%	1.70%
	预留		43	13.01%	0.31%
	合计		330.5	100.00%	2.41%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.2. 成功转型光伏制造，业绩大幅扭亏为盈

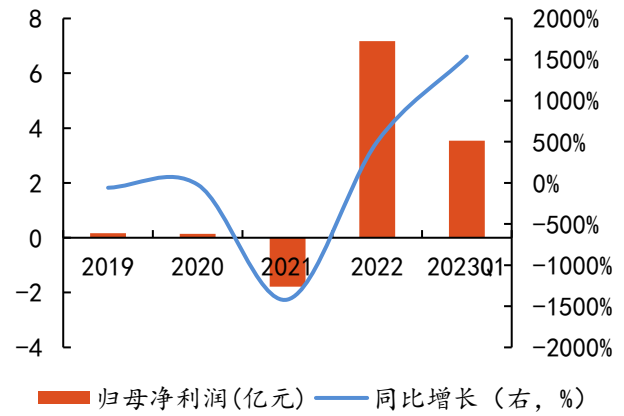
公司转型光伏电池制造后营收增长迅速，盈利能力快速修复。2019-2020年，公司营业收入分别为 8.27 亿元、8.58 亿元，同比增长 3.84%；归母净利润分别为 0.17 亿元、0.14 亿元，同比增长-21.37%。公司受汽车行业调整影响营收增长乏力，净利润降低。2021 年，公司原主营业务汽车饰件业务出现亏损，主要是受原材料涨价和部分车型售价和销量大幅下降影响。2022 年，公司剥离汽车饰件业务，完成向光伏领域的全面转型，业绩飞速增长，实现营收 115.95 亿元，同比增长达 304.95%，归母净利润为 7.17 亿元，实现大幅扭亏为盈。2023Q1，公司实现归母净利润 3.54 亿元，同比增长高达 1535.94%。

图表 7: 公司营收及同比增长 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

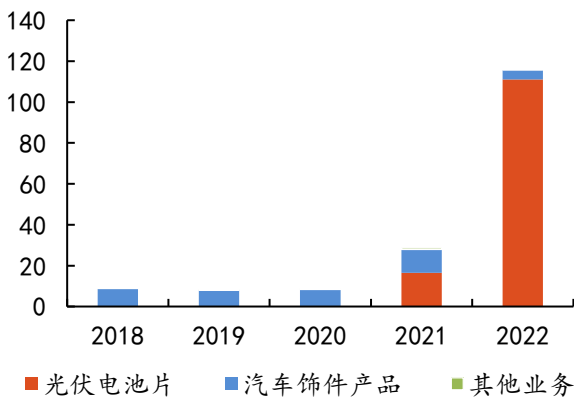
图表 8: 公司归母净利润及同比增长 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

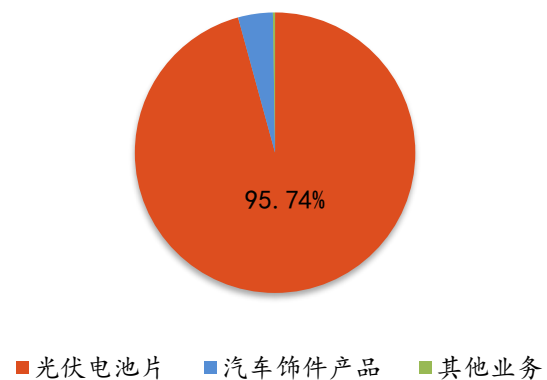
公司彻底转型光伏制造, 光伏电池片贡献最主要营收和毛利润来源。2018-2020年, 汽车饰件产品是公司主营业务, 贡献营收 8.87/8.09/8.34 亿元。2022 年, 公司剥离经营效益较低的汽车饰件业务资产, 进一步聚焦光伏电池, 实现主营业务的全面转型, 2022 年光伏电池片业务营收占比达 95.74%。

图表 9: 公司分业务收入结构 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

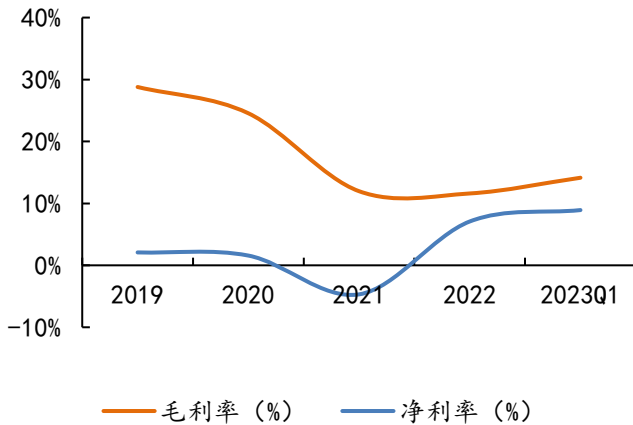
图表 10: 公司 2022 年营收占比 (%)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

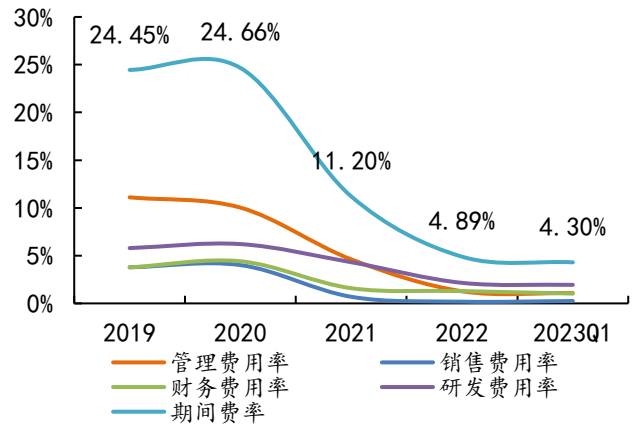
公司实现盈利能力修复, 费用管控表现优异。1) 盈利能力方面: 2020-2021 年, 受汽车行业变化影响, 公司汽车饰件业务盈利能力大幅下滑, 且在 2021 年净利率跌至 -4.69%, 出现亏损。2022 年公司在剥离亏损的汽车饰件业务并全面转型光伏电池业务后, 公司净利率实现快速修复, 毛利率也有所上升。2022 年公司实现净利率 7.08%, 实现扭亏为盈。2023Q1 公司毛利率和净利率分别持续上升, 分别达到 14.14% 和 8.92%。2) 费用管控方面: 公司费用整体管控较好, 公司转型光伏领域后期间费率显著下降, 由 2019 年 24.45% 下降至 2023Q1 的 4.30%。

图表 11: 公司毛利率和净利率 (%)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 12: 公司费用率下降明显



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

2. TOPCon 电池优势明显, 扩产加速享受高额溢价

2.1. TOPCon 电池性能优异, 供不应求溢价明显

P 型效率接近极限, N 型迭代大势所趋。根据 China Photovoltaic Industry Association (CPIA) 数据, 2022 年单晶 PERC 电池平均量产转换效率突破 23.2%, 已经十分逼近其效率极限 24.5%, 同时成本下降速度趋缓, 新型电池技术正快速发展, CPIA 预计 2025 年 TOPCon、HJT 和 IBC 电池转换效率突破 25%, 实际效率提升或更快, 进一步拉大与 PERC 电池的差距, 未来 N 型电池有望接替 P 型电池成为下一代主流技术。

图表 13: 各电池技术平均转换效率变化趋势

分类	2022	2023E	2024E	2025E	2027E	2030E	
P 型多晶	BSF P 型多晶黑硅电池	19.50%	19.70%				
	PERC P 型多晶黑硅电池	21.10%	21.30%				
	PERC P 型铸锭单晶电池	22.50%	22.70%	22.90%			
P 型单晶	PERC P 型单晶电池	23.20%	23.30%	23.40%	23.50%	23.60%	23.70%
	TOPCon 单晶电池	24.50%	24.90%	25.20%	25.40%	25.70%	26.00%
N 型单晶	异质结电池	24.60%	25.00%	25.40%	25.70%	25.90%	26.10%
	IBC 电池	24.50%	24.90%	25.20%	25.60%	25.90%	26.10%

资料来源: 《中国光伏产业发展路线图 2023》, 东方财富证券研究所

从技术层面看, N 型 TOPCon 技术提效空间巨大, 提效路径清晰。从理论转换效率极限看, TOPCon 理论极限效率为 28.7%, 高于 HJT 的理论极限效率 27.5%, 未来具备更高效率提升空间。参考一道新能 TOPCon 技术发展路径, TOPCon 技术可通过激光掺杂、高阻密栅、低 poly 膜层和钝化膜层优化等手段进一步提升效率, 同时未来可与 BC 技术结构形成 TBC 或向 SCPC、TSiX 电池升级打开转换效率天花板。

图表 14: 光伏电池技术路线对比

	P-Mono PERC	N-PERT	N-TOPCon	HJT	IBC
提效原理	-	在电池背面额外附加一道轻掺杂工艺,降低背面的俄歇复合	在电池背面制备一层超薄氧化硅(隧穿氧化层),再沉积一层掺杂多晶硅薄层,二者形成钝化接触结构,有效降低复合速度	将正面N型晶体硅层换成非晶硅,并用N型硅片和非晶硅组成PN结,降低PN结处的复合损失	将发射机和基极放置于电池背面,电池正面无金属化电极遮挡入射光,提升进光量
提效方式		减少电学损失	减少电学损失	减少电学损失	减小光学损失
理论效率极限	24.5%	-	28.7%	27.5%	29.1%
技术难度	容易	较容易	有难度	有难度	难度高
工序	少	较少	多	最少	非常多
设备投资	低	较低	中	高	非常高
与现有产线兼容性	现有主流产能	可用现有设备升级	有机会由新产线升级	完全不兼容	几乎不兼容
面临的问题	接近效率极限	与双面PERC相比无性价比	效率提升空间低于IBC	降本	难度大,成本高

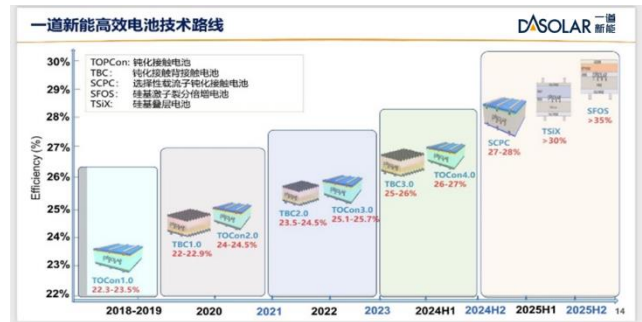
资料来源: infolink consulting 公众号,《N型高效晶体硅太阳能电池关键技术研究》,德国哈梅林太阳能研究所 ISFH, OFweek 太阳能光伏网,东方财富证券研究所

图表 15: TOPCon 技术提效路径



资料来源: 一道新能公众号, 东方财富证券研究所

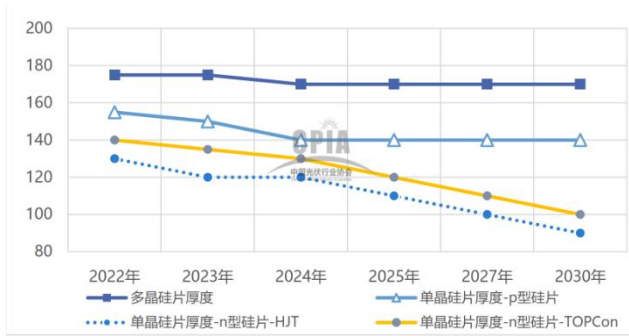
图表 16: 一道新能 TOPCon 技术发展路线图



资料来源: 一道新能公众号, 东方财富证券研究所

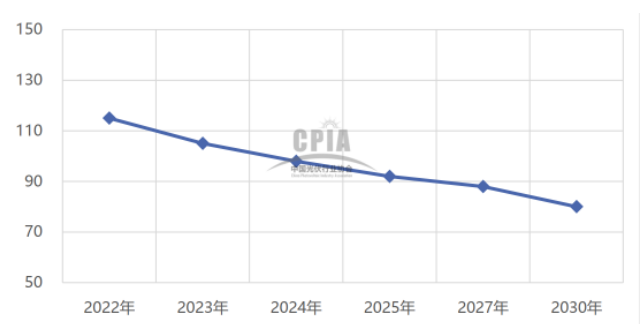
从成本角度看, TOPCon 生产成本有望率先持平 PERC。TOPCon 电池降本速度快于其他技术路线, 主要体现在材料端和设备端: 1) 银浆: 根据 CPIA 数据, 2022 年 TOPCon 电池银浆平均耗量为 115mg/片, 2023 年有望进一步下降至 90-100mg/片; 2) 硅片厚度: 根据 CPIA 数据, 2022 年 TOPCon 电池硅片厚度约为 140um, 相比 150um 以上的 P 型电池片可节约硅材料成本, 2023 年硅片厚度有望减薄至 130um, 硅材料进一步降本; 3) 设备投资: TOPCon 可基于 PERC 产线改造升级, 生产工艺相对成熟, 因此相较其他 N 型路线, 设备投资门槛较低, 2022 年 TOPCon 投资成本已下降至 2 亿元/GW 以下, 随着工艺进一步成熟, 设备降本有望持续推进。

图表 17: 硅片薄片化趋势 (um)



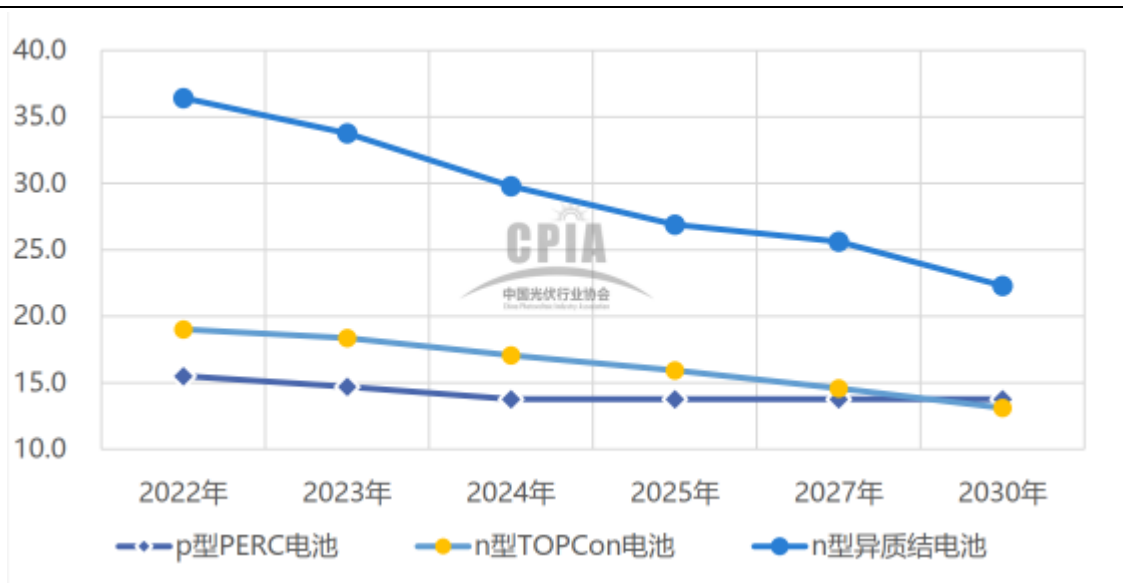
资料来源:《中国光伏产业发展路线图2023》, 东方财富证券研究所

图表 18: TOPCon 电池银浆耗量趋势 (mg/片)



资料来源:《中国光伏产业发展路线图2023》, 东方财富证券研究所

图表 19: 各电池技术路线设备投资成本 (万元/MW)



资料来源:《中国光伏产业发展路线图 2023》, 东方财富证券研究所

从需求端看, N 型产品接受度快速提升, N 型组件招标占比超 20%。今年以来, 央国企组件集采招标中, 大部分项目的 N 型组件占比超 20%。从目前已经公开的电力央、国企组件招标情况看, 大唐集团的 N 型组件占比最高, 达到 50%, 中核汇能、上海富鸿、中煤能源、新华水电 n 型组件占比也分别达到 41.7%、40%、30.8%、25%。N 型产品凭借高效率为光伏系统提供显著降本效果, 已成为央国企招标的新宠儿。

图表 20: 近期 N 型产品招标情况

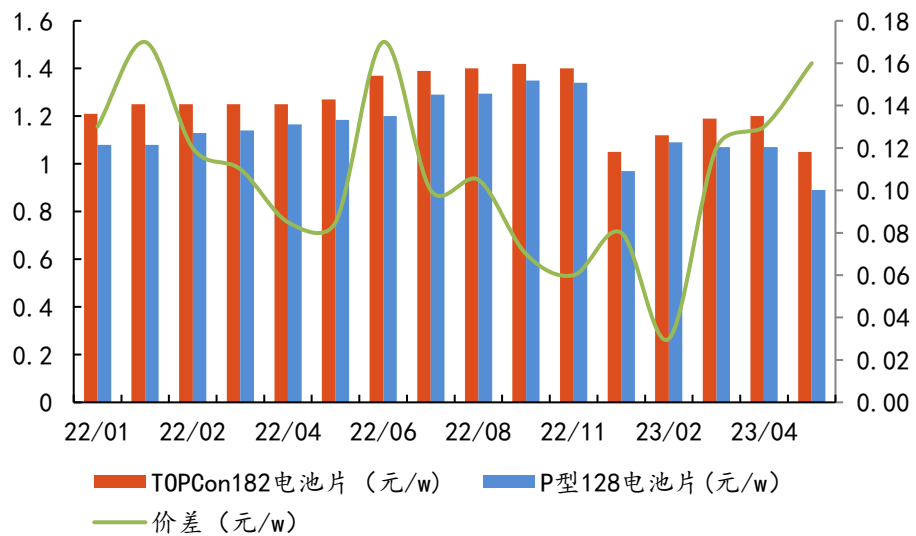
时间	项目	招标总规模 (GW)	N 型产品规模 (GW)	占比 (%)
5 月 11 日	华电集团 2023 年第二批光伏组件集中采购招标	4.081	1.732	42.40%
5 月 5 日	国家电投集团河南电力有限公司新疆吐鲁番鄯善七克台 1GW “光伏+光热”一体化基地项目光伏组件第一批框架招标	0.624	0.624	100%
4 月 28 日	大唐 2023 年度光伏组件集中采购招标公告	8	4	50%

4月17日	华能集团 2023 年度光伏组件 (第一批) 框架协议采购	6	3	50%
4月6日	中石油 2023-2024 年集团公司光伏组件集中采购项目	8	0.5	6.30%
3月31日	中煤能源集团有限公司 2023 年度第一批光伏组件框架协议集中采购	6.5	2	30.80%
3月27日	中核汇能 2023 年度光伏组件设备集中采购	6	2.5	41.70%
3月21日	新华水力发电有限公司 2023 年度光伏组件集中采购	4	1	25%
3月8日	上海富鸿 2023 年度光伏组件框架采购	2	0.8	40%
2月17日	国电投二〇二三年第一批电商化采购 (光伏组件) 招标公告	5.65	1.8	31.90%

资料来源: 捷泰科技公众号, 东方财富证券研究所

TOPCon 产品具备可观溢价。参考一道新能公布的 N 型产品价格公示与 Infolink P 型电池报价, 5 月 31 日一道新能 N 型 TOPCon 电池片较普通 P 型 182 电池片具备 0.16 元/w 溢价。展望 2023 年下半年, 下游客户对 N 型产品接受度逐步提升, 叠加上游硅料跌价释放利润空间, 我们预计 TOPCon 电池相较 P 型电池可保持 0.1 元/w 以上溢价。

图表 21: TOPCon182 电池片与 P 型 182 电池片价差 (元/w)

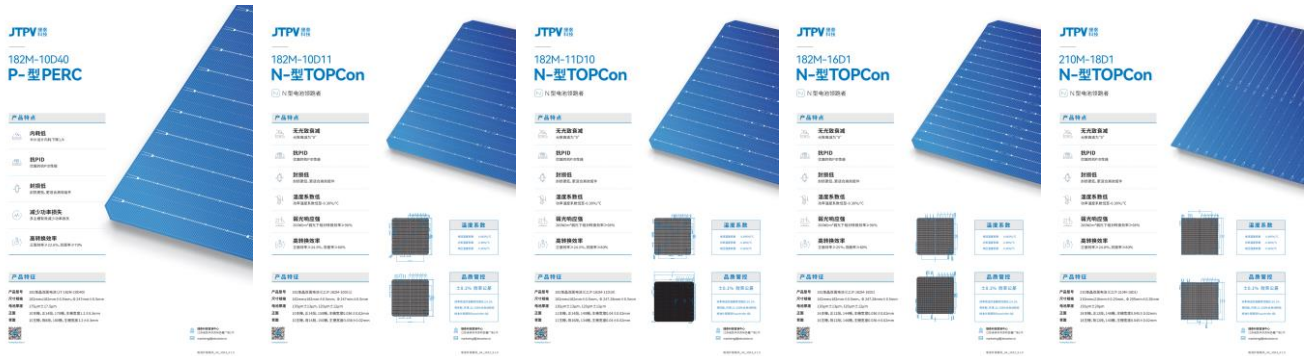


资料来源: Infolink consulting 公众号, 一道新能公众号, 东方财富证券研究所

2.2. 率先实现 TOPCon 电池量产, 产能规模领跑行业

公司率先实现 TOPCon 电池量产, 覆盖 N 型 TOPCon182、210 主流尺寸。2022 年 9 月, 公司滁州一期 8GW TOPCon 电池率先量产, 目前公司产品包括 P 型 182-10BB 单晶电池、N 型 TOPCon182-10BB、N 型 TOPCon182-16BB 和 N 型 TOPCon210-18BB 等多种尺寸, 产品具备抗 PID、转换效率高、温度系数低、弱光效应强等优势。

图表 22: 公司主要产品



资料来源: 捷泰科技公众号, 东方财富证券研究所

2023 年底公司电池产能有望达 53.5GW, 其中 N 型 TOPCon 产能 44GW。1) 上饶基地: 9.5GW 大尺寸 PERC 产能已投产; 2) 滁州基地 (8+10): 一期 8GW 于 2022 年 9 月投产, 目前已处于满产状态, 二期项目由 8GW 调整为 10GW, 已于 2023 年 4 月满产; 3) 淮安基地 (13+13): 一期 13GW 于 2023 年 4 月投产, 预计上半年有望实现满产, 二期 13GW 已开工, 预计 2023 年 8 月投产, 2023 年实现满产。

图表 23: 公司电池产能规划 (GW)

基地	期数	技术路线	产能 (GW)	进度
上饶基地		PERC	9.5	已投产
滁州基地	一期	TOPCon	8	2022.9 投产, 已满产
	二期	TOPCon	10	2023.4 满产
淮安基地	一期	TOPCon	13	2023.4 投产, 预计 23Q2 满产
	二期	TOPCon	13	预计 2023.8 投产, 23Q4 满产

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

公司销售网络布局完整, 客户资源丰富。截至目前, 公司产业布局及辐射网络覆盖亚洲、欧洲、美洲和中东非洲主要市场, 与晶科能源、晶澳科技、阿特斯等头部光伏组件厂建立长期稳定的合作关系, 预计 2023 年 P 型电池出货 9.5GW、N 型 TOPCon 电池出货 23GW。

图表 24: 公司产业布局及辐射网络



资料来源: 捷泰科技官网, 东方财富证券研究所

图表 25: 公司主要合作伙伴



资料来源: 捷泰科技官网, 东方财富证券研究所

3. 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 233.38/338.65/392.90 亿元，同比增速 101.27%/45.11%/16.02%；实现归母净利润 25.05/34.06/41.75 亿元，同比增速 249.37%/35.97%/22/58%；EPS 分别为 12.60/17.13/21.00 元，对应 EPS 分别为 9/7/5 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	11595.39	23338.42	33865.41	39289.99
增长率(%)	304.95%	101.27%	45.11%	16.02%
EBITDA（百万元）	1255.60	3591.24	4774.15	5763.67
归属母公司净利润（百万元）	716.95	2504.81	3405.84	4174.75
增长率(%)	501.35%	249.37%	35.97%	22.58%
EPS(元/股)	5.08	12.60	17.13	21.00
市盈率 (P/E)	36.44	9.01	6.63	5.41
市净率 (P/B)	24.93	6.44	3.26	2.03
EV/EBITDA	21.66	6.09	3.95	2.68

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4. 风险提示

下游需求不及预期；
 产能建设不及预期；
 产业链价格大幅波动影响盈利。

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。