

## 钒产品量价齐升，钒电池相关业务快速发展

2023 年 03 月 30 日

➤ **事件概述:** 3月28日, 公司发布2022年年报: 公司2022年实现营业收入150.88亿元, 同比+7.31% (调整后, 下同); 实现归母净利13.44亿元, 同比+1.24%; 扣非后归母净利12.97亿元, 同比+29.58%。分季度看, 2022Q4实现营业收入37.00亿元, 同比+17.40%、环比+17.88%; 实现归母净利1.17亿元, 同比-45.65%、环比-24.20%; 扣非后归母净利润1.10亿元, 同比-50.92%、环比-27.31%。

➤ **点评: 钒产品量价齐升, 钒产品有所承压**

- ① **量: 2022 年钒产品销量增长 15.27%, 钛白粉和钛渣销量分别下降 3.10% 和 16.33%。** 公司2022年钒产品销量为4.91万吨(含西昌钒制品), 同比增长15.27%; 钛白粉销量为23.97万吨, 同比下降3.10%; 钛渣销量为17.87万吨, 同比下降16.33%。
- ② **价: 公司毛利率下降 3.62pct, 至 16.30%。** 2022年五氧化二钒市场价格同比+7.6%, 钛白粉和酸钛渣市场价格同比分别-13.1%和-4.21%。钒产品方面, 受益于产品价格上涨, 2022年公司钒产品毛利率提升至32.08%; 钛产品方面, 由于钛产品价格小幅下降而单位成本上涨, 钛白粉与钛渣毛利率分别下降至7.60%和3.28%, 公司整体毛利率水平下降3.62pct, 至16.30%。

➤ **未来核心看点**

- ① **成功收购西昌钒制品+与四川德胜集团签订战略合作协议, 公司钒制品龙头地位将更加稳固。** 公司2021年成功完成收购西昌钒制品(1.8万吨钒制品产能), 现有钒制品产能达到4.3万吨(以V<sub>2</sub>O<sub>5</sub>计), 产能规模全球前列。另外, 公司与四川德胜签订合作框架协议, 双方计划设立合资公司投资建设产能2万吨的V<sub>2</sub>O<sub>5</sub>的钒渣加工生产线, 公司未来权益钒制品产能有望达到5.7万吨, 届时龙头地位将更加稳固。
- ② **钒电池发展前景广阔, 有望成为公司未来重要的业绩增长点。** 2022年12月, 公司与大连融科签订《2023年钒电池储能原料合作年度框架协议》, 约定双方采取多钒酸铵原料购销的合作模式, 2023年度预计总数量(折五氧化二钒)8000吨, 若年度框架协议得以全部顺利执行, 公司预计交易总金额约10亿元。钒电池发展前景广阔, 相关业务未来有望成为公司未来重要的业绩增长点。
- ③ **计划定增建设 5 万吨熔盐氯化法钛白粉项目。** 公司拟募集资金总额不超过22.8亿元用于攀钢6万吨熔盐氯化法钛白项目和攀枝花钒厂五氧化二钒提质升级改造项目(1000吨高纯五氧化二钒), 将进一步提高公司产品竞争力和市场占有率。

➤ **投资建议:** 公司钒产品产能全球前列, 随着钒行业景气度回升以及钒电池应用市场逐步扩大, 公司业绩释放可期。我们预计公司2023-2025年归母净利润依次为15.72/18.76/22.62亿元, 对应PE依次为27/23/19倍, 维持公司“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 下游需求不及预期; 钒电池发展不及预期; 项目进展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,088	15,967	17,142	18,399
增长率(%)	7.3	5.8	7.4	7.3
归属母公司股东净利润(百万元)	1,344	1,572	1,876	2,262
增长率(%)	1.2	17.0	19.3	20.6
每股收益(元)	0.16	0.18	0.22	0.26
PE	32	27	23	19
PB	4.8	4.1	3.5	2.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2023年3月30日收盘价)

### 推荐

### 维持评级

### 当前价格:

### 4.94 元



**分析师 邱祖学**

执业证书: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@mszq.com

**分析师 张航**

执业证书: S0100522080002

邮箱: zhanghang@mszq.com

**分析师 张建业**

执业证书: S0100522080006

邮箱: zhangjianye@mszq.com

**研究助理 孙二春**

执业证书: S0100121120036

邮箱: sunerchun@mszq.com

### 相关研究

- 攀钢钒钛 (000629.SZ) 2022 年半年报点评: 钒价上涨推动业绩释放, 钒电池相关业务值得期待-2022/08/23
- 攀钢钒钛 (000629.SZ) 22Q1 业绩预告点评: 钒制品量价齐升, 22Q1 业绩大幅增长-2022/04/08
- 攀钢钒钛 (000629.SZ) 2021 年年报点评: 行业景气度上升+收购西昌钒制品, 公司业绩快速释放-2022/03/29

# 目录

<b>1 事件概述：2022 年归母净利同比增长 1.24%</b> .....	<b>3</b>
<b>2 点评：钒产品量价齐升，钛产品有所承压</b> .....	<b>4</b>
2.1 钒产品量价齐升，业绩贡献显著 .....	4
2.2 2022Q4 业绩环比同比下降.....	6
<b>3 核心看点：钒电池发展前景广阔，有望成为公司未来重要的业绩增长点</b> .....	<b>8</b>
<b>4 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>10</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>11</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>13</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>13</b>

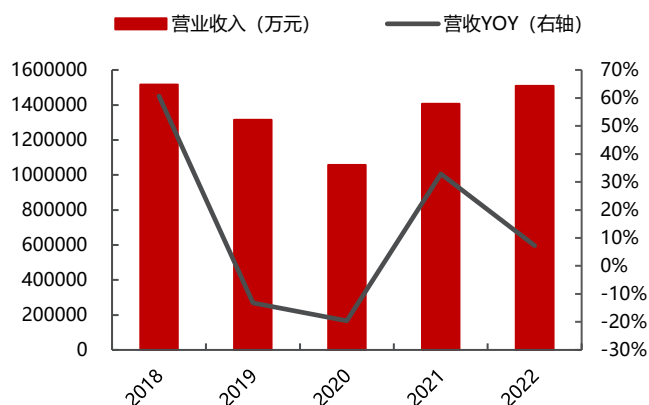
## 1 事件概述：2022 年归母净利润同比增长 1.24%

**公司发布 2022 年报：**2022 年公司实现营收 150.88 亿元，同比+7.31% (调整后，下同)；实现归母净利润 13.44 亿元，同比+1.24%；扣非后归母净利润 12.97 亿元，同比+29.58%。

**分季度看，**2022Q4 实现营业收入 37.00 亿元，同比+17.40%、环比+17.88%；实现归母净利 1.17 亿元，同比-45.65%、环比-24.20%；扣非后归母净利润 1.10 亿元，同比-50.92%、环比-27.31%。

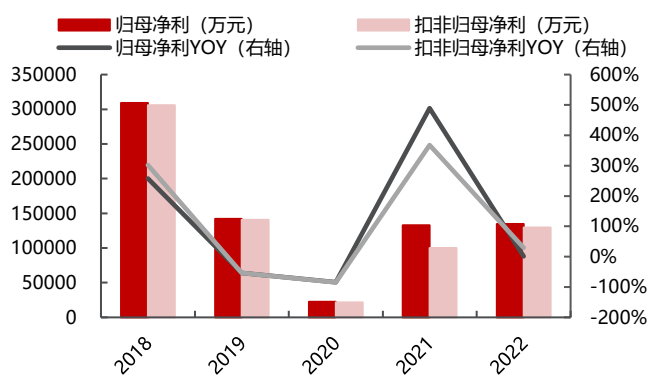
**2023 年公司经营目标：**完成钒产品 (以  $V_2O_5$  计) 4.78 万吨，硫酸法钛白粉 22.55 万吨，氯化法钛白粉 1.95 万吨，钛渣 20.8 万吨，实现营业收入 150 亿元。

图1：2022 年营收同比+7.31%



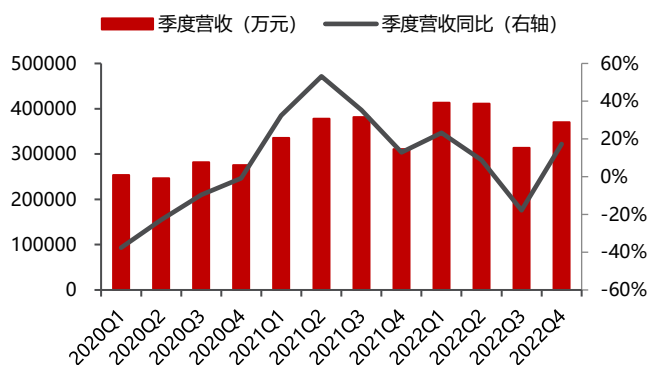
资料来源：wind，民生证券研究院；注：2020 年及以前数据是调整前数据

图2：2022 年归母净利润同比+1.24%



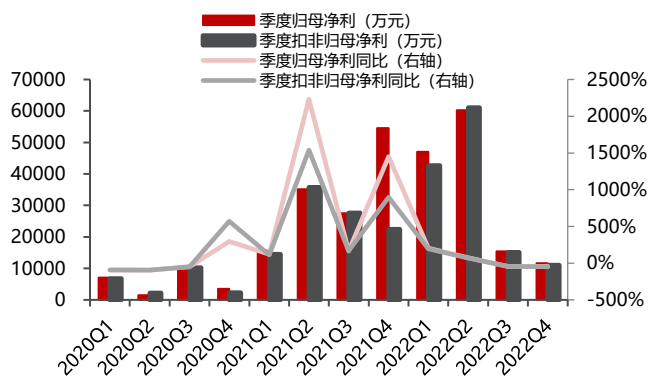
资料来源：wind，民生证券研究院；注：2020 年及以前数据是调整前数据

图3：公司分季度营业收入及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院；注：2020 年数据是调整前数据

图4：公司分季度净利润及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院；注：2020 年数据是调整前数据

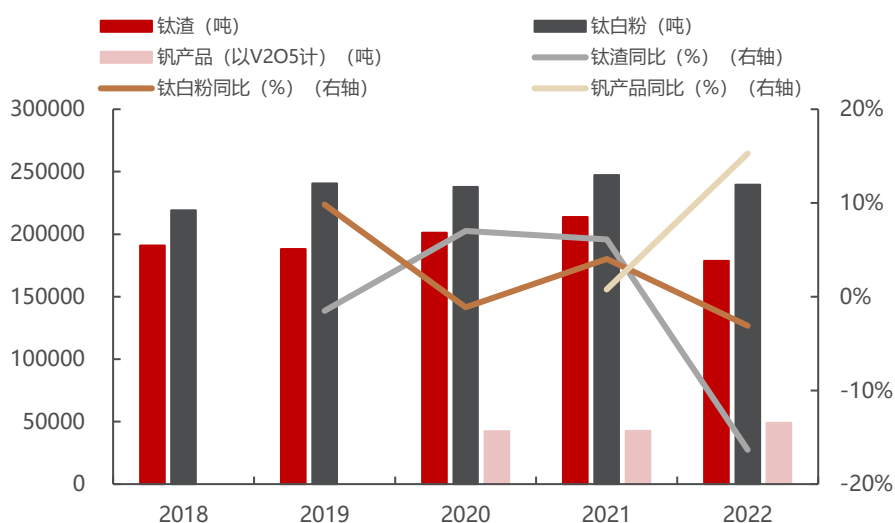
## 2 点评：钒产品量价齐升，钛产品有所承压

### 2.1 钒产品量价齐升，业绩贡献显著

**量：2022 年钒产品销量增长 15.27%，钛白粉和钛渣销量分别下降 3.10%和 16.33%。**公司 2022 年钒产品销量为 4.91 万吨(含西昌钒制品)，同比增长 15.27%。受产品需求下滑影响，公司钛白粉销量为 23.97 万吨，同比下降 3.10%；钛渣销量为 17.87 万吨，同比下降 16.33%。

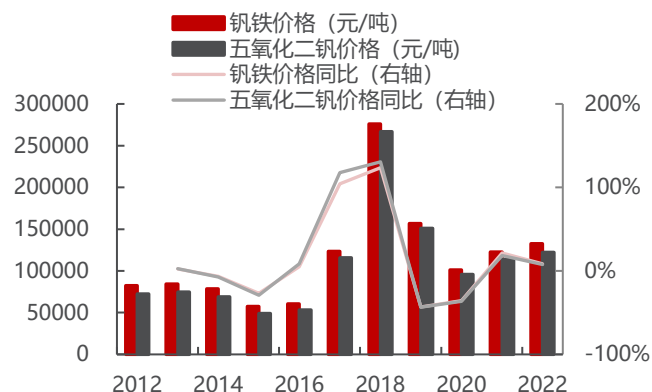
**价：公司毛利率下降 3.62pct，至 16.30%。**2022 年五氧化二钒市场价格同比+7.6%，钛白粉和酸钛渣市场价格价格同比分别-13.1%和-4.21%，同时公司原材料主要来自于母公司，原料来源稳定，测算钒产品、钛白粉、钛渣单位成本分别上涨 9.17%、12.15%、9.70%。钒产品方面，受益于产品价格上涨，2022 年公司钒产品毛利率提升至 32.08%；钛产品方面，由于钛产品价格小幅下降而单位成本上涨，钛白粉与钛渣毛利率分别下降至 7.60%和 3.28%，公司整体毛利率下降 3.62pct，至 16.30%。

图5：公司分产品销量及同比变化



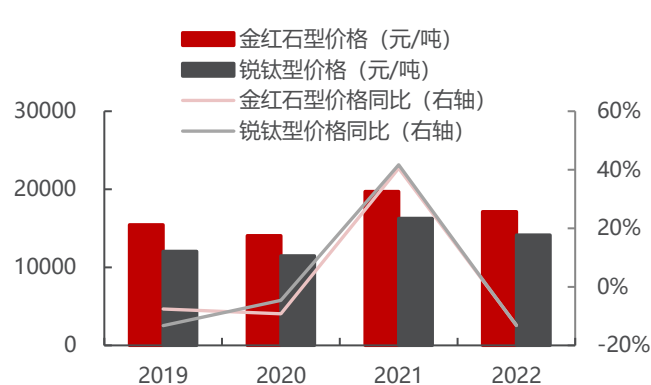
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6: 2022 年钒产品市场价格上涨



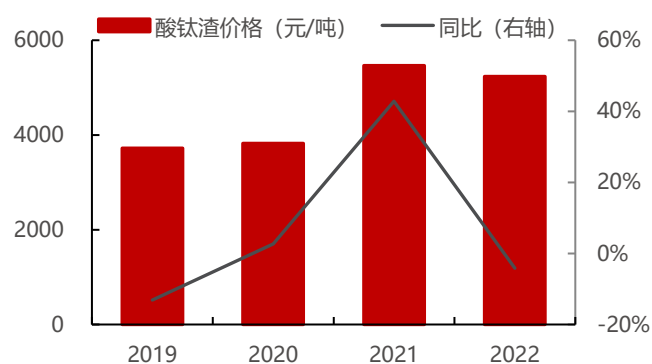
资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 2022 年钛白粉市场价格小幅下降



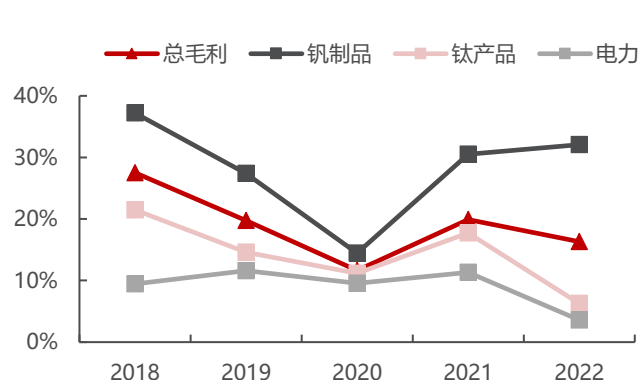
资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 2022 年酸钛渣市场价格小幅下降



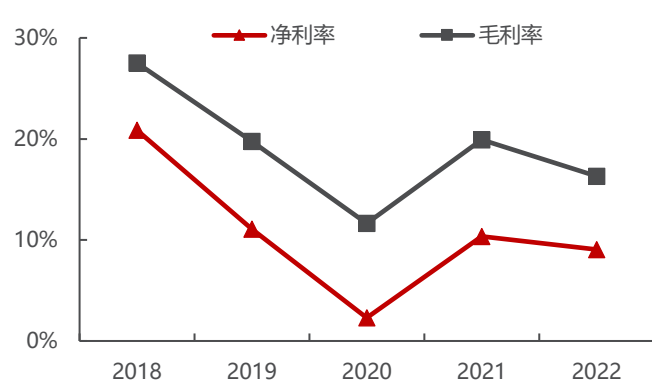
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2022 年分产品毛利率 (单位: %)



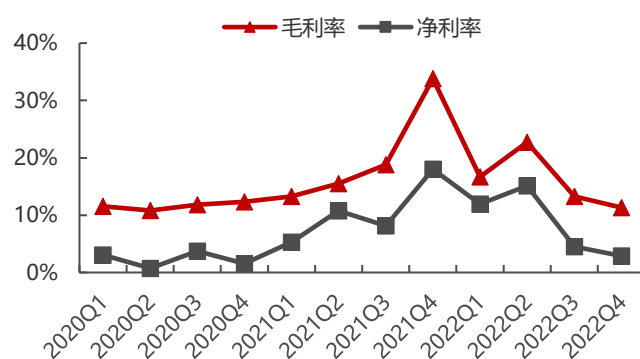
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2022 年毛利率小幅下降

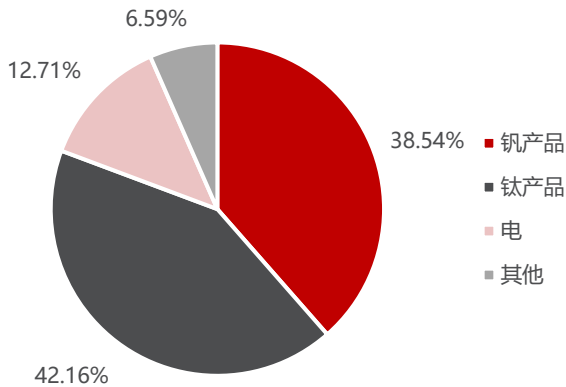


资料来源: wind, 民生证券研究院

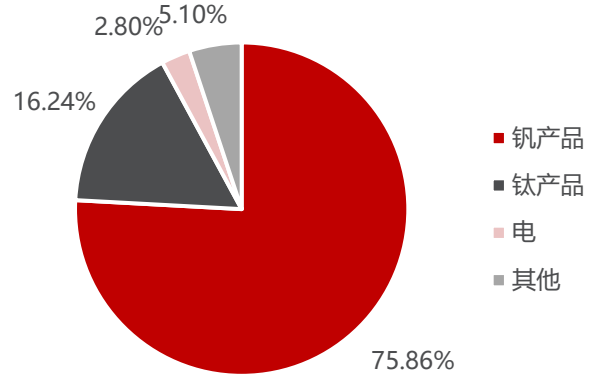
图11: 公司分季度毛利率变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

**图12: 2022 年公司分产品营收占比 (单位: %)**


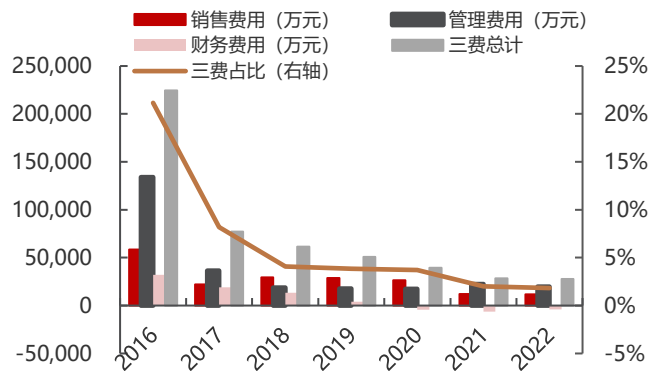
资料来源: wind, 民生证券研究院

**图13: 2022 年公司分产品毛利占比 (单位: %)**


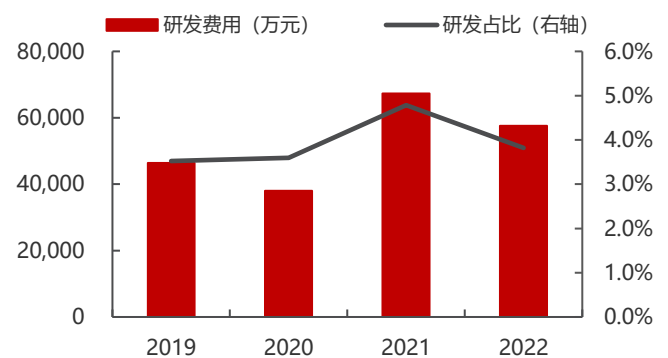
资料来源: wind, 民生证券研究院

**公司 22 年期间费用小幅下滑。**公司 2022 年期间费用同比减少 2.39% 至 2.76 亿元, 占营收比重下滑至 1.83%; 其中销售费用同比减少 2.79% 至 1.18 亿元, 主要是运输费减少 (-8.78%) 及业务经费减少 (-47.62%) 所致; 管理费用同比减少 12.09% 至 1.98 亿元, 主要是修理费减少 (-49.30%) 及咨询费减少 (-57.70%) 所致; 财务费用增加 0.24 亿元, 至 -0.40 亿元, 主要是本年银行存款利息收入减少 (-62.02%) 所致。单季度看, 22Q4 期间费用同比 -58.41%, 至 0.85 亿元。

**公司研发费用小幅下滑。**研发投入同比减少 0.97 亿元至 5.76 亿元, 研发费用率减少 0.97pct 至 3.82%, 主要是低温氯化部分验证试验设备、设施未按期到货, 导致进度延迟所致。

**图14: 2022 年公司期间费用小幅下滑**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图15: 2022 年公司研发费用下滑**


资料来源: wind, 民生证券研究院

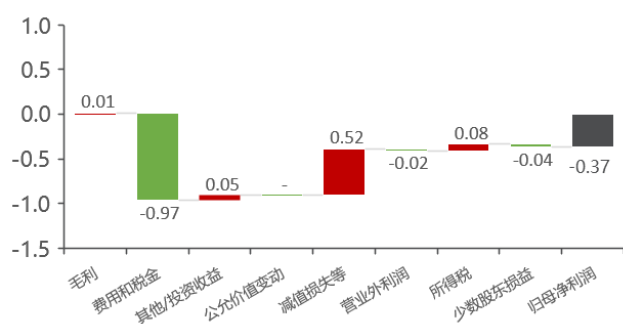
## 2.2 2022Q4 业绩环比同比下降

**2022Q4 vs 2022Q3: 2022Q4 归母净利润环比减少 0.37 亿元, 主要的增利点在于毛利 (+0.01 亿元)、其他/投资收益 (+0.05 亿元)、减值损失 (+0.52**

亿元)、所得税 (+0.08 亿元); 主要的减利点包括费用和税金 (-0.97 亿元)、营业外收支 (-0.02 亿元)、少数股东损益 (-0.04 亿元)。

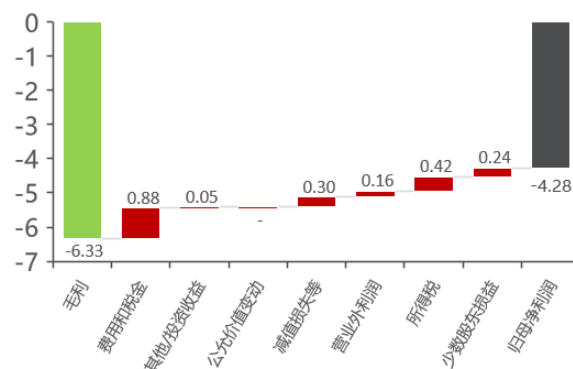
**2022Q4 vs 2021Q4: 2022Q4 归母净利润同比减少 4.28 亿元**, 主要的增利点在于费用和税金 (+0.88 亿元)、其他/投资收益 (+0.05 亿元)、减值损失 (+0.30 亿元)、营业外收支 (+0.16 亿元)、所得税 (+0.42 亿元)、少数股东损益 (+0.24 亿元); 主要的减利点为毛利 (-6.33 亿元), 其中毛利大幅下滑主要由于 22Q4 钛白粉价格同比下跌 37.9%, 钛渣价格同比下跌 27.11%。

图16: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

### 3 核心看点: 钒电池发展前景广阔, 有望成为公司未来重要的业绩增长点

**成功收购西昌钒制品+与四川德胜集团签订战略协议, 公司钒制品龙头地位将更加稳固。**公司 2021 年下半年成功完成收购西昌钒制品 (1.8 万吨钒制品产能) 100% 股权工作, 公司目前的钒制品产能达到 4.3 万吨 (以  $V_2O_5$  计), 产能规模全球领先。另外, 公司 2021 年 9 月份与四川德胜集团钒钛有限公司签订钒制品项目合作框架协议, 双方计划设立合资公司, 其中攀钢钒钛出资比例 65%~70%, 四川德胜出资比例 30%~35%, 合资公司未来将投资建设产能 2 万吨的  $V_2O_5$  的钒渣加工生产线, 一旦项目落地, 公司未来权益钒制品产能有望达到 5.7 万吨, 届时龙头地位将更加稳固, 公司将充分受益钒行业高景气度带来的发展机遇。

**表1: 与四川德胜签订合作框架协议, 规划建设 2 万吨  $V_2O_5$  产线**

合资公司股权占比	产能 (吨)	产品	原料
65%~70%	20000	五氧化二钒	钒渣

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**钒电池发展前景广阔, 有望成为公司未来重要的业绩增长点。**钒电池是目前发展势头强劲的绿色环保储能电池之一, 钒电池具有大功率、长寿命、支持频繁大电流充放电、安全性高等优势, 主要用于再生能源并网发电、电网储能、大型智能微电网等领域。根据 2021 年发改委、能源局发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》, 到 2025 年新型储能装机规模达 3000 万 kW 以上, 同时坚持储能技术多元化发展, 实现液流电池等长时储能技术进入商业化发展初期, 钒电池发展前景广阔。

大连融科是国内大规模工业化生产高性能钒制品的企业, 2022 年, 公司继续与大连融科就全钒液流电池用钒储能介质委托加工和钒储能介质购销签订了商业合同。2021 年 10 月至 2022 年 11 月, 公司与大连融科钒电池用钒储能介质委托加工和钒储能介质购销累计交易总金额约 9.4 亿元。2022 年 10 月, 公司与大连融科签署了《合资协议》, 共同投资 3,161 万元人民币成立了四川钒融储能科技有限公司, 其中公司占注册资本的 51%, 大连融科占注册资本的 49%。2022 年 12 月, 公司与大连融科签订《2023 年钒电池储能原料合作年度框架协议》, 约定双方采取多钒酸铵原料购销的合作模式, 2023 年度预计总数量 (折五氧化二钒) 8,000 吨, 若年度框架协议得以全部顺利执行, 按照当时钒产品市场价格, 公司预计交易总金额约 10 亿元。随着钒电池业务逐步开拓, 钒电池相关业务未来有望成为公司未来重要的业绩增长点。



**表2：与大连博科战略合作钒电池相关业务**

协议有效期	合作内容	原料	产品	交易总额测算
2021年10月至 2022年4月	委托融科技术将多钒酸铵（简称 APV）原料加工成钒储能介质（硫酸氧钒溶液），并全部用于恒流公司的“大连液流电池储能调峰电站国家示范项目（一期）”全钒液流电池建设项目	多钒酸铵	硫酸氧钒溶液	2.5 亿元
2023年1月1日 至2023年12月 31日	采取多钒酸铵原料购销的合作模式。公司承诺优先保证大连融科的产品均衡供应，确保大连融科生产需要。大连融科承诺所有原料均用于钒储能领域，将公司作为主供渠道，所需原料优先稳定地向公司采购。	多钒酸铵	五氧化二钒	10 亿元

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**计划定增建设 5 万吨熔盐氯化法钛白粉项目。**公司拟向包括实际控制人鞍钢集团在内的不超过 35 名特定对象合计发行不超过 258,090.79 万股，募集资金总额不超过 22.8 亿元，募集资金将用于产业类、四化类、研发类项目及补充流动资金。其中，产业类项目涉及攀钢 6 万吨/年熔盐氯化法钛白项目和攀枝花钒厂五氧化二钒提质升级改造项目，拟分别使用募集资金 11.93 亿元和 1.43 亿元。截至 2022 年底，攀钢 6 万吨/年熔盐氯化法钛白项目进度已达 15.66%，攀枝花钒厂五氧化二钒提质升级改造项目已完工，处于试生产阶段，预计形成 1,000 吨/年高纯五氧化二钒的生产能力。项目建设有利于提升产能规模，提高公司产品竞争力和市场占有率。

**表3：定向增发募集资金使用计划（单位：万元）**

序号	募投类型	项目名称	投资总额	募集资金投入金额
1	产业类	攀钢 6 万吨/年熔盐氯化法钛白项目	137,120.12	119,300.00
2		攀枝花钒厂五氧化二钒提质升级改造项目	17,974.79	14,300.00
3	四化类	攀钢集团钒钛资源股份有限公司数字化转型升级项目	15,116.63	13,200.00
4		攀钢集团西昌钒制品科技有限公司智能工厂建设项目	12,895.68	10,400.00
5		攀钢集团重庆钛业有限公司自动化升级建设项目	3,799.59	3,600.00
6	研发类	钒电池电解液产业化制备及应用研发项目	8,018.50	5,500.00
7		碳化高炉渣制备氯化钛白研发项目	11,589.60	5,700.00
8		补充流动资金	56,000.00	56,000.00
合计			262,514.91	228,000.00

数据来源：公司公告，民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

公司钒产品产能全球前列，随着钒行业景气度回升以及钒电池应用市场逐步扩大，公司业绩释放可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润依次为 15.72/18.76/22.62 亿元，对应 PE 依次为 27/23/19 倍，维持公司“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 下游需求不及预期。**目前钒制品主要下游是钢铁, 钢铁行业景气度受宏观、行业政策等因素影响较大, 一旦钢铁行业低迷, 可能会压制钒制品下游需求, 导致钒制品价格出现下滑。

**2) 钒电池发展不及预期。**钒电池目前成本优势不强, 需要国家相应政策支持, 一旦未来新能源相关政策及市场情况出现超预期负面冲击, 可能会影响公司钒电池业务发展。

**3) 项目进展不及预期。**产业、环保政策等不利变化可能会影响公司规划项目进展, 导致公司未来增长速度不及预期。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15,088	15,967	17,142	18,399
营业成本	12,629	13,176	13,913	14,785
营业税金及附加	86	80	86	92
销售费用	118	120	129	129
管理费用	198	192	206	202
研发费用	576	599	643	644
EBIT	1,388	1,798	2,160	2,536
财务费用	-40	-44	-49	-67
资产减值损失	-91	-67	-69	-61
投资收益	5	10	9	11
营业利润	1,470	1,793	2,159	2,559
营业外收支	-10	-10	-8	-7
利润总额	1,460	1,783	2,151	2,552
所得税	95	178	237	255
净利润	1,366	1,605	1,914	2,297
归属于母公司净利润	1,344	1,572	1,876	2,262
EBITDA	1,710	2,189	2,608	3,008

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,371	2,950	4,000	5,617
应收账款及票据	265	336	332	388
预付款项	18	22	22	24
存货	985	1,126	1,329	1,460
其他流动资产	354	425	472	553
流动资产合计	3,992	4,859	6,155	8,042
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	5,502	5,751	6,324	6,893
无形资产	380	476	589	697
非流动资产合计	7,941	8,637	9,329	9,915
资产合计	11,933	13,496	15,484	17,957
短期借款	56	46	36	26
应付账款及票据	913	844	857	951
其他流动负债	1,205	1,277	1,343	1,430
流动负债合计	2,174	2,167	2,236	2,407
长期借款	40	0	0	0
其他长期负债	549	554	559	564
非流动负债合计	588	554	559	564
负债合计	2,762	2,721	2,794	2,970
股本	8,602	8,602	8,602	8,602
少数股东权益	376	408	447	481
股东权益合计	9,171	10,776	12,690	14,987
负债和股东权益合计	11,933	13,496	15,484	17,957

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	7.31	5.83	7.36	7.33
EBIT 增长率	-14.63	29.57	20.12	17.43
净利润增长率	1.24	16.98	19.31	20.59
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	16.30	17.48	18.83	19.64
净利润率	8.91	9.85	10.94	12.30
总资产收益率 ROA	11.26	11.65	12.12	12.60
净资产收益率 ROE	15.28	15.17	15.32	15.60
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.84	2.24	2.75	3.34
速动比率	1.37	1.70	2.13	2.70
现金比率	1.09	1.36	1.79	2.33
资产负债率 (%)	23.15	20.16	18.05	16.54
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	3.95	4.80	5.10	5.20
存货周转天数	30.02	30.00	34.00	36.00
总资产周转率	1.36	1.26	1.18	1.10
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.16	0.18	0.22	0.26
每股净资产	1.02	1.21	1.42	1.69
每股经营现金流	0.23	0.20	0.25	0.31
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	32	27	23	19
PB	4.8	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA	23.46	18.07	14.76	12.26
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,366	1,605	1,914	2,297
折旧和摊销	323	391	448	472
营运资金变动	259	-372	-261	-179
经营活动现金流	1,960	1,689	2,168	2,654
资本开支	-10	-941	-979	-895
投资	-7	-125	-135	-140
投资活动现金流	-12	-1,061	-1,110	-1,029
股权募资	43	0	0	0
债务募资	46	-45	-5	-5
筹资活动现金流	-189	-49	-8	-8
现金净流量	1,764	580	1,050	1,617

## 插图目录

图 1: 2022 年营收同比+7.31%.....	3
图 2: 2022 年归母净利润同比+1.24%.....	3
图 3: 公司分季度营业收入及同比变化.....	3
图 4: 公司分季度净利润及同比变化.....	3
图 5: 公司分产品销量及同比变化.....	4
图 6: 2022 年钒产品市场价格上涨.....	5
图 7: 2022 年钛白粉市场价格小幅下降.....	5
图 8: 2022 年酸钛渣市场价格小幅下降.....	5
图 9: 2022 年分产品毛利率 (单位: %) .....	5
图 10: 2022 年毛利率小幅下降.....	5
图 11: 公司分季度毛利率变化.....	5
图 12: 2022 年公司分产品营收占比 (单位: %) .....	6
图 13: 2022 年公司分产品毛利占比 (单位: %) .....	6
图 14: 2022 年公司期间费用小幅下滑.....	6
图 15: 2022 年公司研发费用下滑.....	6
图 16: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元) .....	7
图 17: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元) .....	7

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 与四川德胜签订合作框架协议, 规划建设 2 万吨 V <sub>2</sub> O <sub>5</sub> 产线.....	8
表 2: 与大连博科战略合作钒电池相关业务 .....	9
表 3: 定向增发募集资金使用计划 (单位: 万元) .....	9
公司财务报表数据预测汇总.....	12

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026