

► **事件：2022 年 4 月 20 日，公司发布 2021 年报。**2021 年，公司实现营业收入 16.45 亿元，同比增长 35.01%；归母净利润 2.21 亿元，同比增长 75.87%；扣非归母净利润 2.74 亿元，同比增长 111%。2021Q4，公司实现营业收入 4.31 亿元，同比增长 24.55%、环比增长-1.31%；归母净利润 0.62 亿元，同比增长 78%、环比增长-14%；扣非归母净利润 0.58 亿元，同比增长 102%、环比增长-15%。**最终业绩位于业绩预告上限，同时公司拟每股派发现金股利人民币 0.75 元(含税)。**

► **电极箔量价齐升助力 2021 年增长。**(1) **量：产品产销量同比增长。**公司全年化成箔产量 3037 万平米，同比增长 24.58%；销量 3009 万平米，同比增长 23.21%。(2) **价格与成本：产品价格上涨，毛利率稳步提升。**我们测算公司 2021 年化成箔售价上涨 7.5%，化成箔毛利率同比上升 4.47pct，为公司利润提供增量。(3) **结构：高端产品放量，21H1 公司完成了汽车电子领域固态铝电解电容器用电极箔产品的开发，并且开始小规模试生产，同时 5G 领域超高比容电极箔产品已进入批量化生产阶段，显示公司产品正向高端产品转型，未来公司盈利能力将继续加强。**(4) **其他：经营性现金流同比增长 466.78%，增速远超营收增速，主要受益于下游景气度持续提升，供需紧张上下游议价能力持续增强。**

► **2022Q1 公司归母净利润同比增长、环比持平，预计未来业绩将随着项目达产逐季增长。**公司预计 2022Q1 实现归母净利润 6226.56 至 6426.56 万元，同比增长 105.73%至 112.34%，环比持平。扣非净利润 5681 至 5881 万元，同比增长 104.27%至 111.46%，环比变动-2.06%至 1.39%。我们认为公司业绩环比持平主要原因为量、价暂未增长，预计未来业绩将随着项目达产逐季增长。

► **全球电极箔龙头企业，持续扩产下受益新能源发展机遇，未来成长路线清晰。**公司是“中国电子元件百强企业”，目前拥有约 3000 万平米化成箔产能，规模位居全球前列。2021 年新能源领域增长助推电容器需求反转，公司电极箔业务迎来量价齐升，我们预计未来全球化成箔需求将主要由新兴应用领域(电动汽车、充电桩、光伏风电、5G 等)拉动。公司募投项目预计将新增约 1570 万平米化成箔产能(应用于 5G、新能源、汽车电子等)，宁夏海力电子将扩建 1900 万平米，全球市占率有望进一步提升，且公司产品结构中新兴应用领域产品占比或将进一步增长。我们认为公司持续扩产下，未来成长路线清晰，业绩有望同步释放。

► **投资建议：**公司是全球化成箔龙头企业，且未来 2 年产能规模将保持快速增长、产品结构持续改善、毛利率有望持续优化，公司成长路径清晰。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 3.37 亿元、4.14 亿元和 5.40 亿元，EPS 分别为 1.41 元、1.73 元和 2.26 元，对应 4 月 20 日收盘价的 PE 分别为 15、12 和 9 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**产品价格大幅下跌，募投项目进展不及预期和需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,645	1,969	2,558	3,103
增长率(%)	35.0	19.7	29.9	21.3
归属母公司股东净利润(百万元)	221	337	414	540
增长率(%)	75.9	52.3	22.8	30.6
每股收益(元)	0.92	1.41	1.73	2.26
PE	23	15	12	9
PB	2.5	2.3	2.1	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 20 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

20.82 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张航

执业证号：S0100122010011

邮箱：zhanghang@mszq.com

相关研究

1.海星股份年报业绩预告点评:量价齐升助推业绩增长，持续扩产受益行业高景气

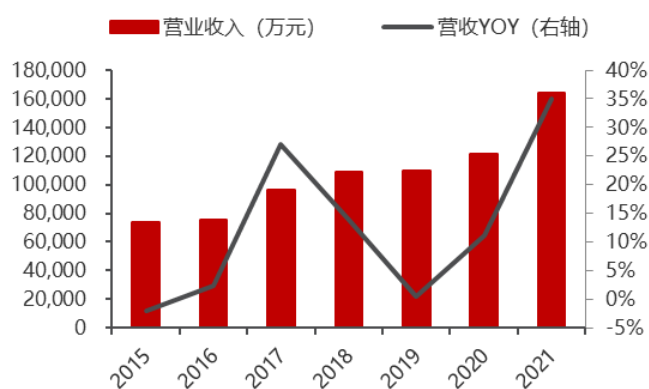
目录

1 事件：公司发布 2021 年年报	3
2 分析：募投产能释放，量价齐升	4
2.1 2021 年度业绩：行业景气加速，募投产能顺利释放	4
2.2 2021Q4 业绩：同比继续增长，环比略有下滑	6
2.3 2022 年一季度预告：业绩同比继续高增	7
2.4 中国电子元器件百强企业，深耕电极箔行业四十余年	7
2.5 持续扩产受益新能源行业景气成长	10
3 盈利预测与投资建议	12
4 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

1 事件：公司发布 2021 年年报

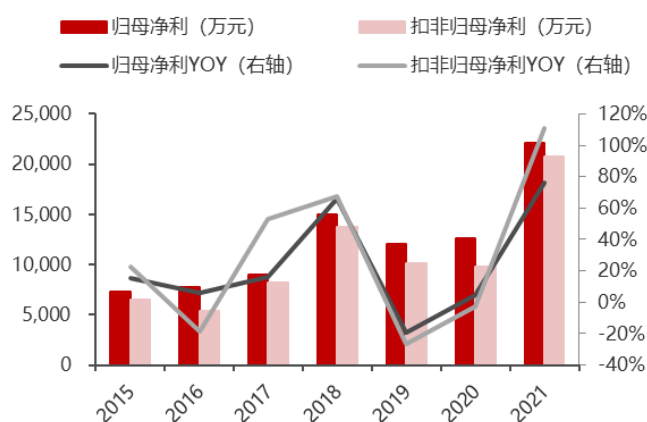
公司发布 2021 年年报。2021 年，公司实现营收 16.45 亿元，同比增长 35.01%；归母净利润 2.21 亿元，同比增长 75.87%；扣非归母净利润 2.74 亿元，同比增长 111%。2021Q4，公司实现营收 4.31 亿元，同比增长 24.55%、环比增长-1.31%；归母净利润 0.62 亿元，同比增长 78%、环比增长-14%；扣非归母净利润 0.58 亿元，同比增长 102%、环比增长-15%。最终业绩位于业绩预告上限。

图 1：2021 年，公司营收同比增加 35.01%



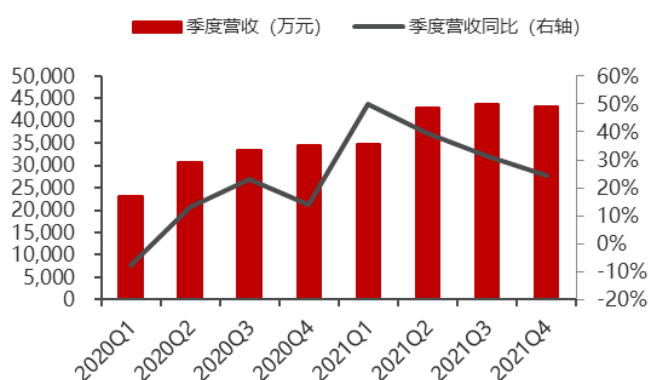
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 75.87%



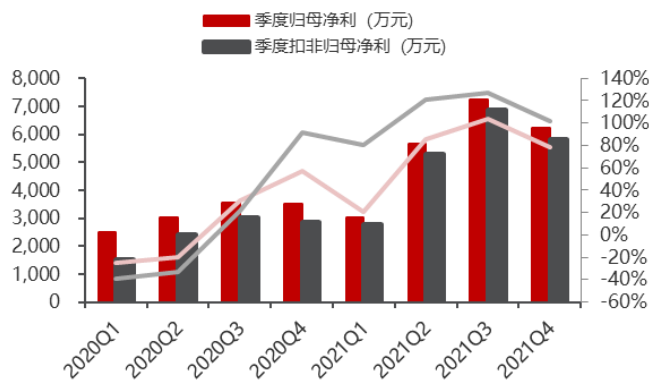
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司营收同比增加 24.55%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增加 78%



资料来源：wind，民生证券研究院

2 分析：募投产能释放，量价齐升

2.1 2021 年度业绩：行业景气加速，募投产能顺利释放

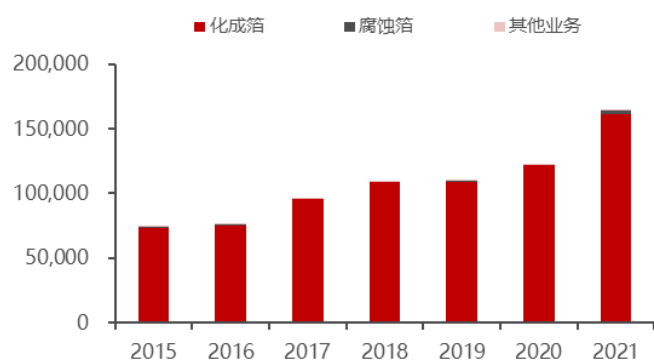
公司主营业务为铝电解电容器用电极箔的研发,生产和销售,主要产品为铝电解电容器用全系列低压,中高压电极箔。2021 年公司取得优异业绩,其原因主要为：

量：产品产销量同比增长。公司 IPO 募投项目在 2021 年全部达产，为公司增加产能，公司主要产品化成箔在 2021 年内产、销量同比均有所增长。公司全年化成箔产量 3037 万平米，同比增长 24.58%；化成箔销量 3009 万平米，同比增长 23.21%。产销量均实现较大幅度增长，为公司营收及利润提供较大增量。

价格与成本：产品价格上涨，成本保持稳定，毛利率逐步回升。公司主要产品化成箔售价上涨 7.5%，成本持平，化成箔毛利率由 2020 年的 23.22%回升至 2021 年的 27.69%，为公司营收利润提供增量。

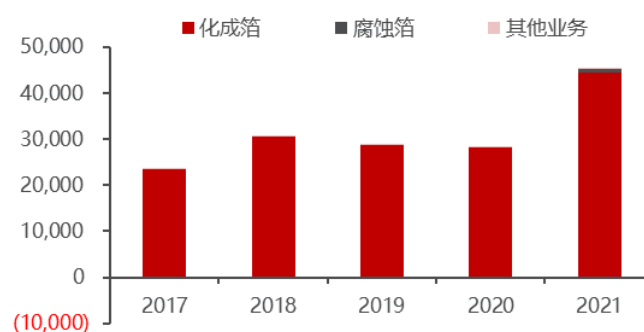
其他：经营性现金流同比增长 466.78%，增速远超营收增速，主要受益于下游景气度持续提升，供需紧张上下游议价能力持续增强。同时，2021 年公司完成非公开发行，归属于上市公司股东的净资产 2021 年比 2020 年增加 74,131.00 万元，同比增长 60.03%。

图 5：2015-2021 年公司分产品营收（单位：万元）



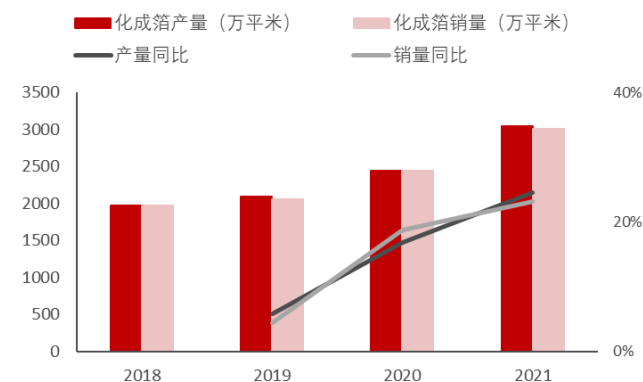
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：化成箔业务贡献主要毛利（单位：万元）



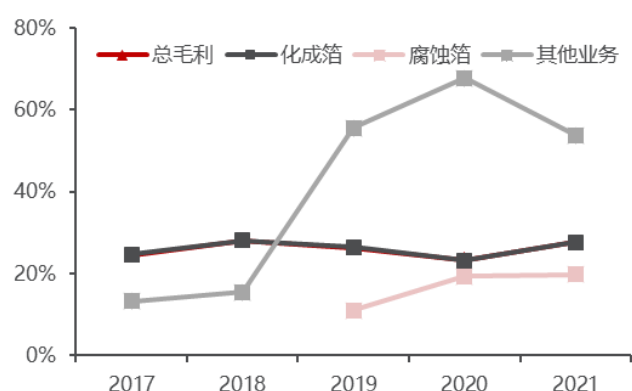
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2018-2021 年公司产品产量情况



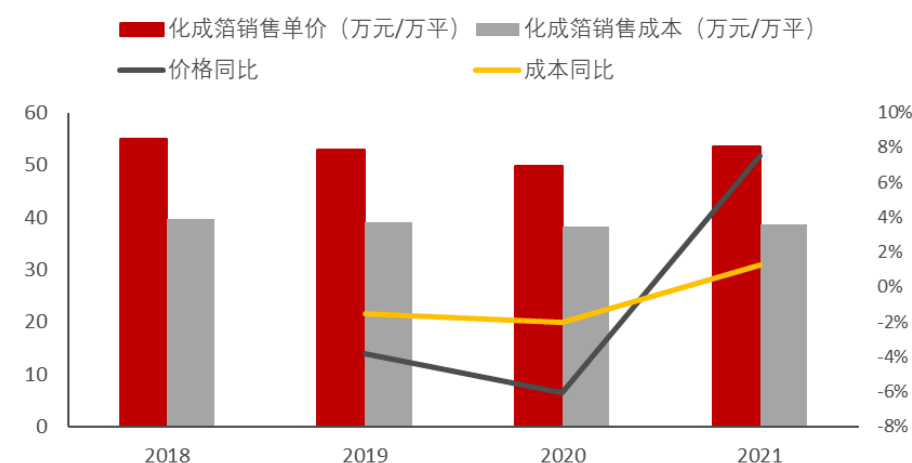
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2021 年公司毛利率为 27.56%



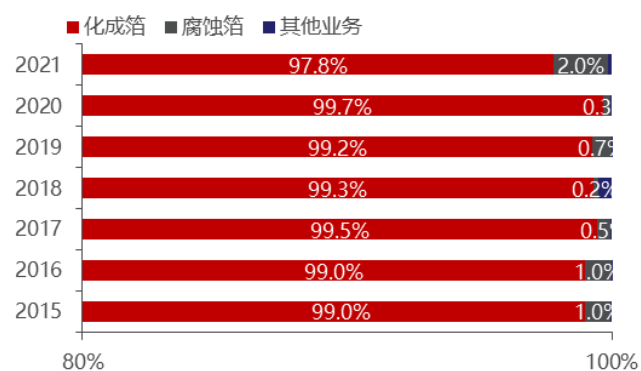
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2021 年，公司化成箔销售价格有所上涨



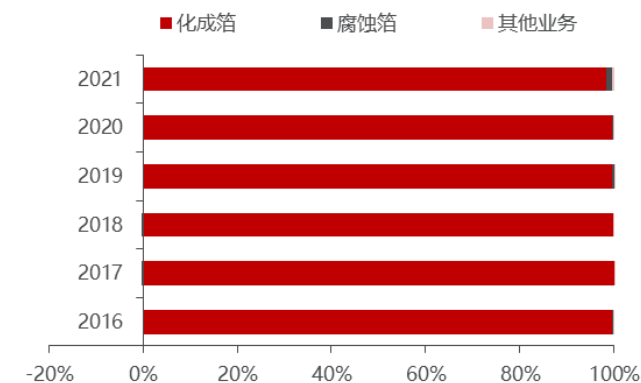
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2021 年，公司化成箔营收占比为 97.8%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2021 年，公司化成箔毛利占比为 98.2%

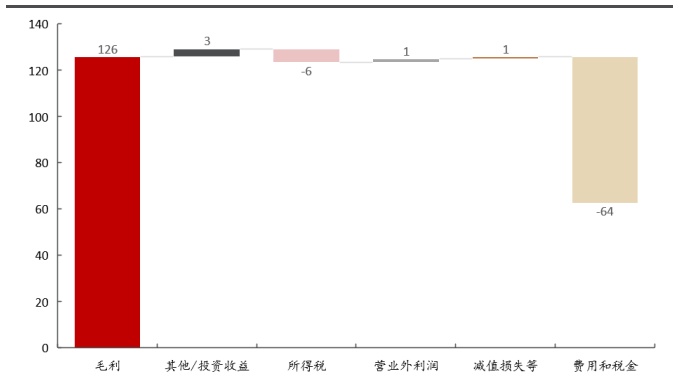


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 2021Q4 业绩：同比继续增长，环比略有下滑

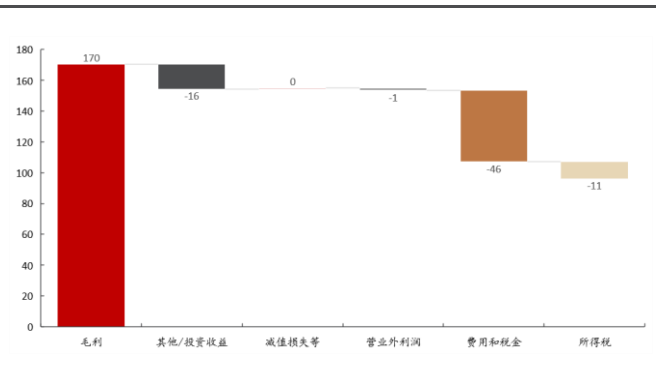
2021Q4，公司归母净利润同比增长，环比下降。分拆来看，同比归母净利润的增长主要源于毛利的增长。同比看，公司主营产品在 2021 年销售均价皆有所提升，2021Q4 归母净利润同比增加 2732 亿元。环比看，归母净利润有所下滑，毛利的增长依旧贡献主要增量，投资收益贡献了 300 万元，然而，费用及税金减利 6400 万元，导致公司归母净利润环比下滑 1006 万元。

图 12：2021Q4，公司归母净利润环比减少 1006 万元
(单位：百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

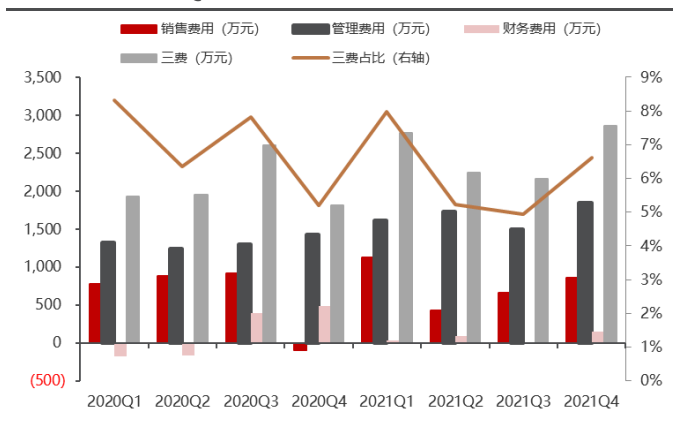
图 13：2021Q4，公司归母净利润同比增加 2732 万元
(单位：百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

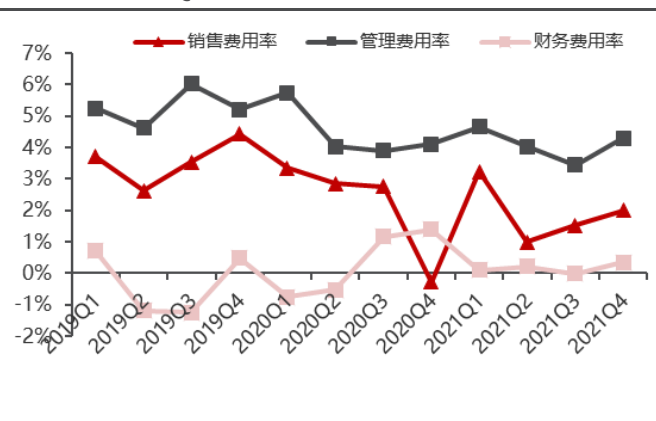
从费用率来看，2021Q4 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比减少 0.5pct、增加 0.9pct 和增加 0.3pct，至 2.0%、4.3%和 0.3%。近一年费用率有所提升。Q4 研发费用为 3206 万元，增长 1.2pct，研发费用为 7.4%。近一年小说诶用有所增长主要原因为公司为宣传新产品、开拓市场。以及公司为保持行业技术领先加大了研发费用的投入。

图 14：2021Q4，公司三费占比为 6.6%



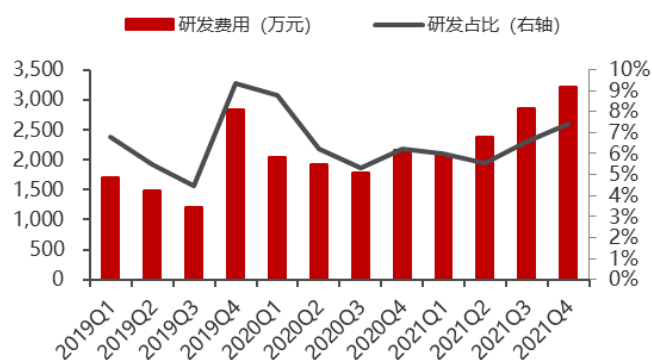
资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：2021Q4，公司管理费用率为 4.3%



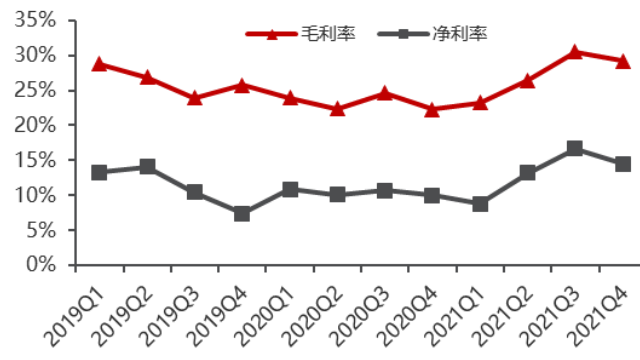
资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：2021Q4，公司研发费用为 3206 万元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：2021Q4，公司净利率为 14.5%



资料来源：wind，民生证券研究院

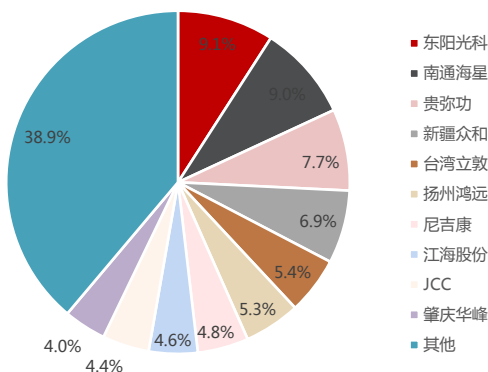
2.3 2022 年一季度预告：业绩同比继续高增

2022Q1 公司归母净利润同比增长、环比持平，预计未来业绩将随着项目达产逐季增长。公司发布 2022Q1 业绩预告，公司预计实现归母净利润 6226.56 至 6426.56 万元，同比增长 105.73%至 112.34%，环比持平。扣非净利润 5681 至 5881 万元，同比增长 104.27%至 111.46%，环比变动-2.06%至 1.39%。业绩增长主要原因为公司利用现有资源快速提充产能，产能利用率持续提升；产品结构持续优化，并适时调整产品价格，公司盈利能力稳步提升。我们认为公司业绩环比持平主要原因为量、价暂未增长，预计未来业绩将随着项目达产逐季增长。

2.4 中国电子元器件百强企业，深耕电极箔行业四十余年

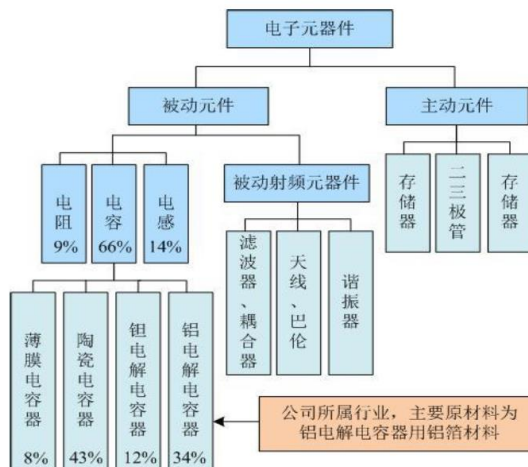
公司是中国电子元器件百强企业。公司主要业务为铝电解电容器用电极箔的研发、生产与销售。电极箔是基础性电子材料，由高纯度电子铝箔经特定介质进行侵蚀、阳极氧化形成，是铝电解电容器的关键原材料。公司从业历史悠久，产品系列齐全，注重技术储备，涵盖了从低压到高压的全系列产品，广泛应用于高性能铝电解电容器的制造。**公司作为“中国电子元件百强企业”，拥有电极箔产能约 3000 万平方米，在全球排名前列。**

图 18：2020 年全球化成箔市占率，公司排名前列



资料来源：中国电子元器件协会，民生证券研究院

图 19：公司所属行业为电子元件中的电容制造领域



资料来源：公司公告，民生证券研究院

深耕电极箔行业二十余年，技术实力雄厚。公司深耕电极箔行业四十余年，是国内电极箔行业的引领者、开拓者，电极箔行业标准的牵头起草单位，国家专精特新小巨人企业。海星股份成立于 1998 年，是电子储能材料行业的重要参与者和推动者，海星股份已建有江苏南通，四川雅安，宁夏石嘴山三大生产基地，产销规模、技术水平、产品品质、市场份额、人均效率位列国内同行前列。公司技术实力雄厚，获得了下游客户的广泛认可，客户遍及包括中国大陆，台湾地区，日本，韩国在内的全球各大主流市场的一流厂家。

图 20：公司生产基地布局

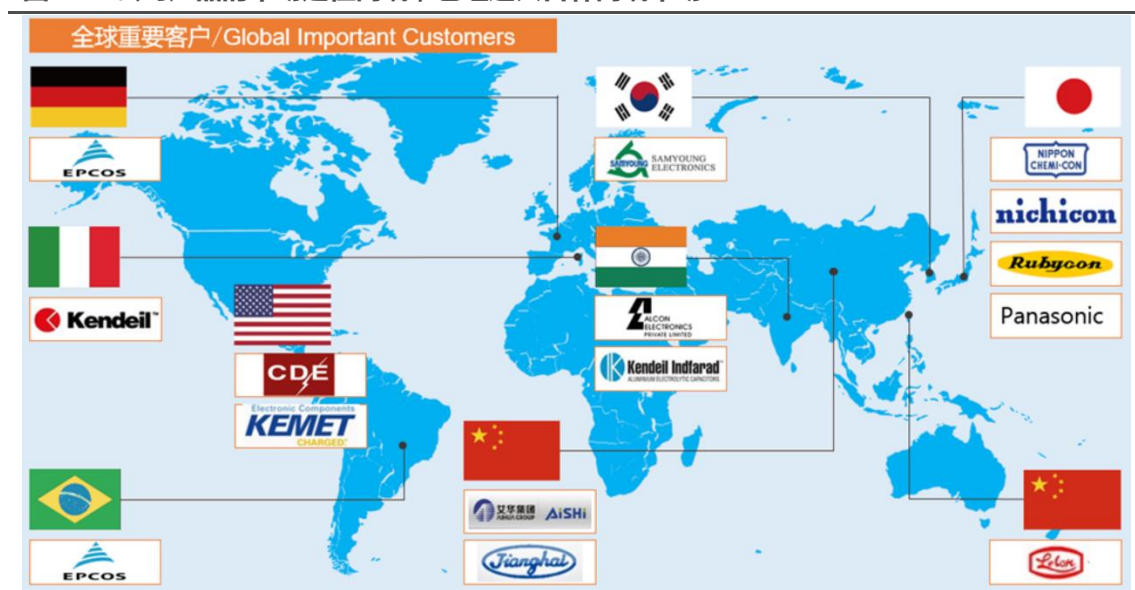


资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司通过多项认证，已经获得全球头部下游客户认可。公司通过了 ISO9001、

ISO14001、IATF16949 等体系认证，同时公司也是国内自主批量供应日本高端市场的电极箔供应商之一。作为国内电极箔行业率先通过 IATF16949 认证的企业，**公司车载电子用电极箔产品可稳定批量供应日系高端客户**。公司先后与日本贵弥功(NCC)、尼吉康(Nichicon)、韩国三莹(Samyoung)、艾华集团(603989)、江海股份(002484)、立隆电子(Lelon)等全球排名前十的电容器企业以及韩国三和(Samwha)、台湾金山(Elite)、丰宾电子(深圳)等知名电容器厂商建立了良好的合作关系。

图 21：公司产品的市场定位高端，已经进入日韩高端市场

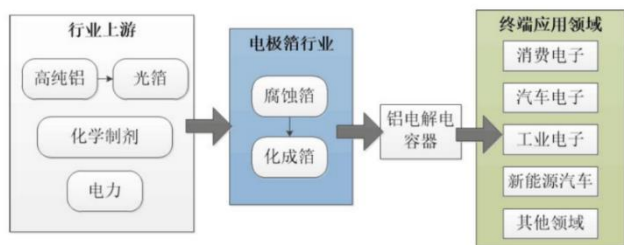


资料来源：公司官网，民生证券研究院

电极箔是铝电解电容器的核心原材料，有铝电解电容器 CPU 之称，通常占到铝电解电容器总成本的 30%至 60%（随电容器规格不同而有差异），因而铝电解电容器的市场需求直接决定了电极箔的市场需求。根据中国电子元件行业协会数据，2019 年全球铝电解电容器市场规模约为 496.4 亿元，至 2024 年预计将达 556.5 亿元。随着“十四五规划”、“新基建”等国家战略的出台和实施，新能源发电、新能源汽车、5G、智能高端制造等产业得以快速发展，新技术新产品不断涌现，对各种铝电解电容器的需求也将不断增长。

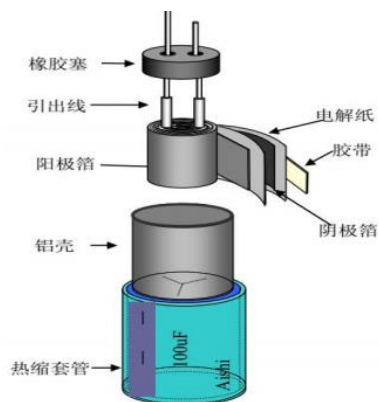
电极箔作为铝电解电容器的核心原材料，其技术水平决定了铝电解电容器的产品水平，直接影响消费电子、白色家电、工业控制、医疗、军工、新能源等下游终端产品的性能。随着传统消费类和工业类电子产品的升级换代，同时新兴领域包括新能源发电、新能源汽车、车载电子、5G 大数据等新兴产业的飞速发展，对铝电解电容器及电极箔的性能提升都提出了更高的要求，只有行业内具备资本优势、研发优势、管理优势的头部企业才有可能在产品技术提升上投入人力、物力、财力，切实提升产品技术水平。

图 22：电极箔行业产业链及下游应用



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 23：电极箔是铝电解电容器的关键性材料



资料来源：海星股份招股说明书，民生证券研究院

图 24：电极箔行业产业链及下游应用行业



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.5 持续扩产受益新能源行业景气成长

公司募投项目稳步推进，未来增长确定。2021年5月公司非公开发行获批，预计将新增约1570万平方米化成箔产能，主要应用于5G、新能源、汽车电子等领域，公司目前拥有约3000万平方米化成箔产能，规模位居行业前列，募投项目建设完成后公司产能规模将大幅提升。

同时公司2022年3月31日公告其全资子公司宁夏海力电子与宁夏石嘴山高新技术产业开发区管理委员会签订《投资协议》，就公司“新能源、大数据、云计算用高性能电极箔项目”建设的项目内容、投资计划及政府支持等事项进行了原则

约定。项目按照“统一规划、分步实施”的原则，拟计划总投资不超过 15 亿元，新增 72 条高性能电极箔生产线及配套工程设施。项目预计分两期建设，首期拟 2023 年 10 月达产，项目完全达产后将年新增电极箔产能约 1,900 万平方米，叠加 2021 年募投项目，有望实现“再造一个海星股份”。

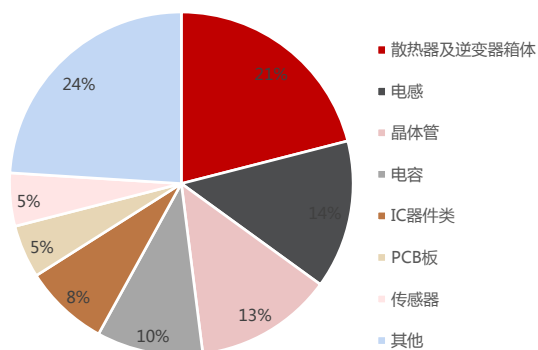
表 1：公司非公开发行项目主要面向新兴市场扩充产能，满足产能规模翻番的要求（亿元）

项目名称	主要应用领域	募集资金拟投入额	实施主体	达产年新增收入	达产年新增净利润
新一代高性能中高压腐蚀箔项目	5G、新能源	2.46	海星	5.74	0.64
长寿命高容量低压腐蚀箔项目	汽车电子	1.13	海一	1.32	0.14
新一代纳微孔结构铝电极箔项目	数据中心、新能源	0.86	海力	3.21	0.24
新一代高性能化成箔项目	5G、新能源	1.6	中雅	5.06	0.31
国家企业技术中心升级项目	技术支撑	0.55	海星	-	-
补充流动资金	-	1	海星	-	-
合计		7.6		15.33	1.33

资料来源：公司公告，民生证券研究院

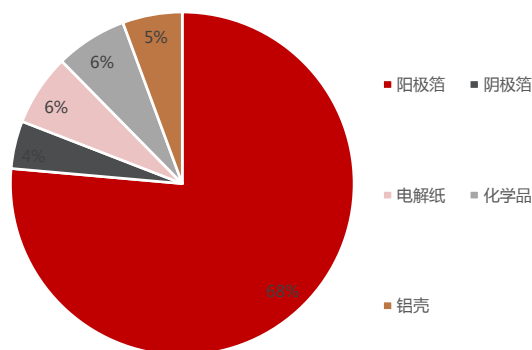
电极箔行业将迎来新能源领域发展机遇，空间广阔。（1）电极箔行业与铝电解电容器行业的发展高度相关，约 95% 的电极箔用于生产铝电解电容器。下游中家电及消费电子占比最高，工业需求占比其次，但 5G 通讯、汽车（尤其是新能源汽车及充电桩）、新能源发电领域或将成为未来的主要增量。（2）在光伏发电和新能源汽车中，电源产生的电不能直接使用，需要逆变器或者电源管理电路变换之后才能并网或者使用，而电容是其中的核心元器件。（3）以光伏逆变器为例，其成本结构中 10% 为电容器，随着新能源发电、新能源汽车的快速增长，将拉动电容器需求、进而拉动电极箔需求快速增长。（4）未来两年随着非公开发行项目和变更募集项目的投产，我们预计公司新型领域（电动汽车、充电桩、光伏风电、5G 等）的产品占比或将达到 50% 左右，盈利将继续提升。

图 25：光伏逆变器成本构成，电容占比较大（2021 年）



资料来源：锦浪科技招股说明书，民生证券研究院

图 26：铝电解电容器成本构成（2021 年）



资料来源：江海股份公司公告，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

核心投资逻辑：公司是全球化成箔龙头企业，且未来 2 年产能规模将保持快速增长、产品结构持续改善、毛利率有望持续优化，公司成长路径清晰。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利润 3.37 亿元、4.14 亿元和 5.40 亿元，EPS 分别为 1.41 元、1.73 元和 2.26 元，对应 4 月 20 日收盘价的 PE 分别为 15、12 和 9 倍，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 产品价格大幅下跌的风险。公司产品的盈利随电极箔的波动而变化，若电极箔价格出现下跌，公司业绩将会受到不利影响。

2) 公司募投项目进展不及预期。公司有较多在建项目，若部分项目的投产、达产进度受到内部或外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

3) 需求不及预期等。公司在建项目较多，产能增长迅速，若下游市场开拓遇到困难，或是需求增长不及预期，导致公司产能利用率不足，单吨折旧摊销会增加，从而使得成本增加，叠加产量增长不及预期，对公司盈利产生打击。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,645	1,969	2,558	3,103
营业成本	1,192	1,407	1,864	2,244
营业税金及附加	9	10	12	14
销售费用	31	35	46	56
管理费用	67	79	102	124
研发费用	105	118	141	140
EBIT	241	320	393	525
财务费用	3	-10	-10	-9
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	2	12	15	19
营业利润	252	382	469	614
营业外收支	1	2	2	2
利润总额	253	384	471	616
所得税	30	46	56	74
净利润	222	338	415	542
归属于母公司净利润	221	337	414	540
EBITDA	302	391	473	612

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	510	479	445	628
应收账款及票据	349	465	599	704
预付款项	4	5	6	7
存货	142	164	218	264
其他流动资产	787	873	1,004	1,053
流动资产合计	1,792	1,985	2,272	2,657
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	456	524	585	632
无形资产	36	35	34	33
非流动资产合计	551	637	706	753
资产合计	2,344	2,622	2,977	3,410
短期借款	20	20	20	20
应付账款及票据	248	372	486	548
其他流动负债	53	61	79	97
流动负债合计	321	453	585	666
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	33	33	33	33
非流动负债合计	33	33	33	33
负债合计	354	486	617	699
股本	239	239	239	239
少数股东权益	13	15	16	18
股东权益合计	1,989	2,136	2,360	2,711
负债和股东权益合计	2,344	2,622	2,977	3,410

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	35.01	19.67	29.93	21.27
EBIT 增长率	101.01	32.65	22.77	33.46
净利润增长率	75.87	52.26	22.80	30.59
盈利能力 (%)				
毛利率	27.56	28.56	27.12	27.67
净利润率	13.52	17.17	16.23	17.48
总资产收益率 ROA	9.44	12.85	13.89	15.84
净资产收益率 ROE	11.19	15.87	17.65	20.06
偿债能力				
流动比率	5.58	4.38	3.89	3.99
速动比率	5.12	4.01	3.50	3.58
现金比率	1.59	1.06	0.76	0.94
资产负债率 (%)	15.11	18.52	20.73	20.49
经营效率				
应收账款周转天数	77.14	86.11	85.39	82.88
存货周转天数	43.39	42.57	42.77	42.91
总资产周转率	0.70	0.75	0.86	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.92	1.41	1.73	2.26
每股净资产	8.26	8.87	9.80	11.26
每股经营现金流	0.78	1.27	1.21	2.04
每股股利	0.75	0.80	0.80	0.80
估值分析				
PE	23	15	12	9
PB	2.5	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	14.85	11.55	9.64	7.14
股息收益率 (%)	3.60	3.84	3.84	3.84

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	222	338	415	542
折旧和摊销	61	71	80	87
营运资金变动	-98	-92	-189	-121
经营活动现金流	187	304	290	489
资本开支	-78	-153	-145	-131
投资	-440	0	0	0
投资活动现金流	-513	-143	-131	-113
股权募资	680	0	0	0
债务募资	-10	0	0	0
筹资活动现金流	507	-192	-192	-192
现金净流量	175	-31	-34	183

插图目录

图 1：2021 年，公司营收同比增加 35.01%.....	3
图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 75.87%.....	3
图 3：2021Q4，公司营收同比增加 24.55%.....	3
图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增加 78%.....	3
图 5：2015-2021 年公司分产品营收（单位：万元）.....	4
图 6：化成箔业务贡献主要毛利.....	4
图 7：2018-2021 年公司产品产量情况.....	5
图 8：2021 年公司毛利率为 27.56%.....	5
图 9：2021 年，公司化成箔销售价格有所上涨.....	5
图 10：2021 年，公司化成箔营收占比为 97.8%.....	5
图 11：2021 年，公司化成箔毛利占比为 98.2%.....	5
图 12：2021Q4，公司归母净利润环比减少 1006 万元（单位：百万元）.....	6
图 13：2021Q4，公司归母净利润同比增加 2732 万元（单位：百万元）.....	6
图 14：2021Q4，公司三费占比为 6.6%.....	6
图 15：2021Q4，公司管理费用率为 4.3%.....	6
图 16：2021Q4，公司研发费用为 3206 万元.....	7
图 17：2021Q4，公司净利率为 14.5%.....	7
图 18：2020 年全球化成箔市占率，公司排名前列.....	8
图 19：公司所属行业为电子元件中的电容制造领域.....	8
图 20：公司生产基地布局.....	8
图 21：公司产品的市场定位高端，已经进入日韩高端市场.....	9
图 22：电极箔行业产业链及下游应用.....	10
图 23：电极箔是铝电解电容器的关键性材料.....	10
图 24：电极箔行业产业链及下游应用行业.....	10
图 25：光伏逆变器成本构成，电容占比较大.....	11
图 26：铝电解电容器成本构成.....	11

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：公司非公开发行项目主要面向新兴市场扩充产能，满足产能规模翻番的要求（亿元）.....	11
公司财务报表数据预测汇总.....	14

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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001