

金石资源（603505）引领萤石资源价值回归

——氟化工系列研究之三

2020年02月04日

强烈推荐/维持

金石资源

公司报告

报告摘要：

公司是萤石行业最具影响力的优势龙头企业。首先，公司具有明显的储量优势。公司目前保有萤石矿物量资源 1300 万吨，且全部为单一型萤石矿，据统计，我国单一型萤石矿探明的可利用资源仅为 6000 万吨矿石量，公司占比超 20%，遥遥领先。其次，公司的开采成本具有显著优势。公司拥有大型矿山（年开采规模不低于 10 万吨）6 座，位居全国第一，且其中岩前萤石矿是我国近二十年来查明的资源储量和设计开采规模最大的单一型萤石矿，规模优势叠加预处理技术先进，使得公司在行业中的成本优势明显。此外，公司作为萤石行业唯一的上市公司，与非上市公司相比，具有明显的平台优势、品牌优势和资金优势，公司积极通过收购兼并整合行业内优质资源，引领萤石资源价值回归，具有“一呼百应”的行业引领效果。

萤石矿产被誉为“第二稀土”，战略价值显著但仍被严重低估。萤石是目前唯一可以大量提供氟元素的矿物，其下游除了传统的化工、冶金等领域外，还被广泛应用于新能源、新材料等战略性新兴产业，在国防、军事、核工业等关键的国家命脉领域发挥重要作用。同时，我国萤石长期被超采乱采严重，我国萤石储量占全球约 14%，但是产量占比超 60%，储采比仅为 12 年。2016 年萤石被列入全国四大重要战略性非金属矿产资源，近年来其战略意义与宝贵资源属性日益凸显。

公司盈利预测及投资评级：预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.23、3.11 和 4.03 亿元，对应 EPS 分别为 0.93、1.30 和 1.68 元，当前股价对应 PE 分别为 24、17 和 13 倍，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：矿山资源储量低于预期；下游需求低于预计。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	377.57	587.65	796.87	1,090.8	1,308.0
增长率（%）	33.25%	55.64%	35.60%	36.89%	19.91%
归母净利润（百万元）	77.11	137.64	222.65	311.20	403.81
增长率（%）	53.62%	78.49%	61.77%	39.77%	29.76%
净资产收益率（%）	10.61%	16.37%	22.39%	25.67%	27.01%
每股收益（元）	0.35	0.57	0.93	1.30	1.68
PE	64.60	39.67	24.37	17.44	13.44
PB	7.47	6.45	5.46	4.48	3.63

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司简介：

公司是专业从事萤石矿投资开发以及萤石产品生产销售实业集团。公司目前是中国萤石行业拥有资源储量、开采及生产加工规模最大的企业。集团矿山运作、管理水平、采选技术、环境治理等在同行业中享有很高声誉，是浙江省萤石协会会员会长单位、中国非金属矿协会萤石专业委员会副理事长单位及浙江省矿业协会副会长单位。公司狠抓矿山管理，提高资源利用效率，建设绿色矿山，确保矿山安全。随着所有矿山和选厂的建设完成，公司将进一步巩固在萤石行业的龙头地位。

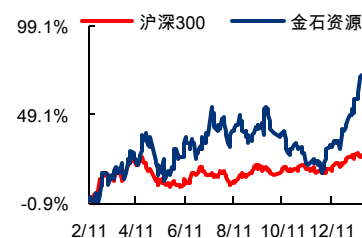
未来 3-6 个月重大事项提示：

不适用

交易数据

52 周股价区间（元）	21.96-14.70
总市值（亿元）	52.7
流通市值（亿元）	24.6
总股本/流通 A 股（万股）	24000/11203
52 周日均换手率	4.8

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080002

研究助理：洪冲

010-66554012

HONGCHONG@dxzq.net.cn

薛阳

010-66554090

xueyang@dxzq.net.cn

目 录

1. 金石资源是萤石行业引领者	3
1.1 大储量、高品质奠定公司资源优势	3
1.2 技术领先打造环保优势和成本优势	4
1.3 上市为公司提供了加速发展的平台	4
2. 萤石资源的战略价值日益凸显	5
2.1 极低储采比表明我国萤石超采严重	5
2.2 国家政策持续推出，供给收缩大势所趋	8
2.3 三代制冷剂扩产提升萤石需求量	8
3. 盈利预测与投资建议	10
4. 风险提示	10
相关报告汇总	11

表格目录

表 1：2018 年世界各主要萤石生产国萤石产量及储量（万吨）	3
表 2：2018 年世界各主要萤石生产国萤石储采比对比	6
表 3：2003 年至今我国实行的和萤石相关的政策	8
表 4：全球 HCFCs 和 HFCs 削减计划	8
表 5：第二、三代制冷剂中氟原子含量占比对比	9
表 6：可比公司估值（截止 2020 年 02 月 04 日收盘）	10

插图目录

图 1：我国萤石分布相对集中	4
图 2：金石资源矿场分布集中于浙江和内蒙古	4
图 3：上半年高品位萤石块矿营业收入占比明显增加	5
图 4：公司各业务毛利率均逐年上升	5
图 5：17 至今萤石（华东，湿粉）价格	6
图 6：我国萤石基础储量丰富（万吨）	6
图 7：中国萤石出口量及金额	6
图 8：我国萤石产量占全球 60%以上	7
图 9：我国是世界第三大萤石储量国	7
图 10：2012-2018 年世界各主要萤石生产国萤石产量（万吨）及增长率	7
图 11：2019-2020 年三代制冷剂投产密集	9
图 12：萤石下游应用领域	10

1. 金石资源是萤石行业引领者

1.1 大储量、高品质奠定公司资源优势

与同行相比，金石资源具备很强的资源优势，资源储量优势是公司维持长期竞争力的基础。公司萤石保有资源储量约 2700 万吨矿石量，对应矿物量约 1300 万吨，且全部属于单一型萤石矿。根据行业专家分析，目前我国单一型萤石矿探明的可利用资源仅为 6000 万吨矿物量左右，公司占比约 20%，位居行业第一。公司不仅资源储备总量较大，单个矿山的可采储量规模也较大。我国的单一型萤石的大部分矿床储量只有数万吨至数十万吨，90 %以上是采矿能力在 3 万 t/a 以下的小矿，而公司拥有大型矿山（不小于 10 万吨/年）6 座，规模和品质上的领先优势明显。

以全球的视角来看，萤石呈现分布广泛、相对集中的资源态势，全球各洲均有分布，但以环太平洋成矿带的萤石储量最多，约占全球储量一半以上。我国位居全球第二。我国的萤石矿区大约有 700 余处，主要集中在 4 个矿产带。其北部主要集中在内蒙古，中部主要在河南、湖北、湖南，东部集中在福建、浙江、江西和安徽，西南主要在云南、贵州及四川南部。其中，内蒙古、浙江、福建、江西和湖南萤石资源储量合计占 70%以上。公司的主要产区位于浙江和内蒙古，具有较为显著的区位优势。

公司的区位优势主要体现在三个方面：一是公司所属矿山距离下游生产企业较近，公司名下位于浙江省的矿山，距离华东地区下游生产企业较近，可以通过公路运输，成本较低；二是浙江省全年气温适宜，便于萤石精粉的生产和运输，相比北方矿山受季节性影响较小，能够保证下游企业的长期供应稳定，更受客户青睐；三是在收购了位于内蒙古四子王旗的翔振矿业后，公司储备资源的地域结构得到了优化和完善，初步形成了“坐拥华东，辐射全国”的布局，有利于公司进一步整合、布局全国萤石行业。

表 1： 2018 年世界各主要萤石生产国萤石产量及储量（万吨）

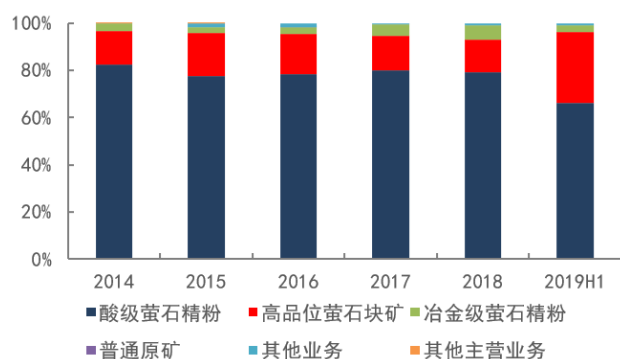
国家	储量（万吨）	储量占比（%）
墨西哥	6800	21.94
中国	4200	13.55
南非	4100	13.23
蒙古	2200	7.1
西班牙	600	1.94
越南	500	1.61
英国	400	1.29
美国	400	1.29
泰国	360	1.16
伊朗	340	1.1
巴西	150	0.48
摩洛哥	46	0.15
其他国家	11000	35.48
总计	31000	100

我国萤石资源分布相对集中，但是萤石企业“小、散、乱”的特点十分明显，因此并购整合是实现行业快速发展的有效途径。目前，公司是萤石行业唯一一家上市公司，公司的上市使得企业能够利用多种融资途径，通过收购等不同模式大大加快对于优质资源的获取，同时，公司的龙头地位和行业控制力也将进一步得到巩固。

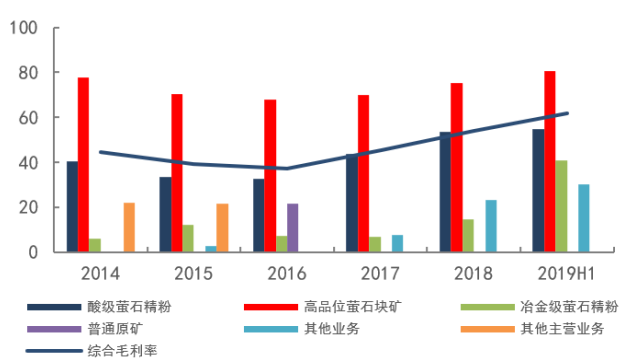
上市使得公司得以加速推进“坐拥华东，辐射全国”的区位布局，整合全国萤石行业。例如，公司于2018年1月底完成对蒙古翔振矿业95%股权收购，翔振矿业年采矿规模15万吨，且萤石品位高达50%-60%。19年二季度基本完成设备的安装、调试。今年五、六月份逐步调试和试生产，产出高品位萤石块矿约5900吨，萤石精粉约3200吨；七月份产量较前两个月有所上升。目前各项指标还在逐步改进中，正常生产后，翔振矿业的产品将以高品位萤石块矿和酸级萤石精粉为主。选矿技术升级后，理论上可以达到在寒冷天气时生产萤石精粉的目标。

再如，2018年11月，公司与内蒙古额济纳旗人民政府、内蒙古地质矿产勘查有限公司、浙江地质矿业投资有限公司签订《合作框架协议》，共同在内蒙古自治区额济纳旗出资设立内蒙古金石实业有限公司，并以该公司为平台，整合开发当地的矿产资源（主要系萤石资源）。2019年3月完成工商注册并取得营业执照，目前正在对当地矿产资源进行调查摸底，为公司谋划布局“北方基地”打下基础，为公司创造了进入我国潜在萤石资源储量较大的额济纳旗进行整合及大规模开发的机会。

又如，公司于2019年12月4日与冯沾富、潘恒松及宁国市庄村矿业有限责任公司签订了《交易协议》及《股权转让协议》，约定公司以27,946,694.97元的股权转让价款受让目标公司80%股权。该收购标的拥有采矿证规模5万吨/年，萤石保有资源储量约115.57万吨。经此次收购，公司的资源储量得到了进一步充实，资源品位得到进一步提升，资源地域布局得到进一步优化，公司的行业龙头地位有望得到进一步巩固。

图3：上半年高品位萤石块矿营业收入占比明显增加


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图4：公司各业务毛利率均逐年上升


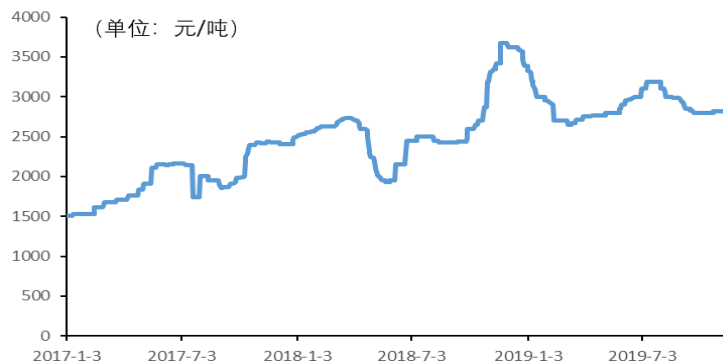
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 萤石资源的战略价值日益凸显

2.1 极低储采比表明我国萤石超采严重

根据 2018 年数据,我国萤石储量位居世界第三,约占 14%,属于资源大国,但是产量却占全球的约六成,导致储采比仅为 12,远远低于世界平均储采比为 53.4,且为世界萤石储量较大的国家中储采比最低的国家,极低的储采比显示我国萤石资源超采严重,同时,我国萤石产量近年来已呈持续下降趋势,而萤石的价格呈现上涨的大趋势,预计萤石作为稀缺资源的价值将日益现象。

图 5: 17 至今萤石(华东,湿粉)价格



资料来源:百川资讯,东兴证券研究所

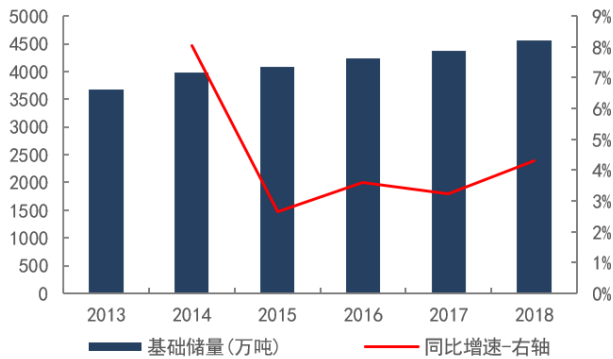
表 2: 2018 年世界各主要萤石生产国萤石储采比对比

国家	2018 年产量 (万吨)	储量 (万吨)	储采比
英国	1.2	400	333.3
南非	26	4100	157.7
泰国	3	360	120
蒙古	22	2200	100
巴西	2.4	150	62.5
墨西哥	110	6800	61.8
全球	580	31000	53.4
伊朗	7	340	48.6
西班牙	17	600	35.3
越南	22	500	22.7
中国	350	4200	12.0

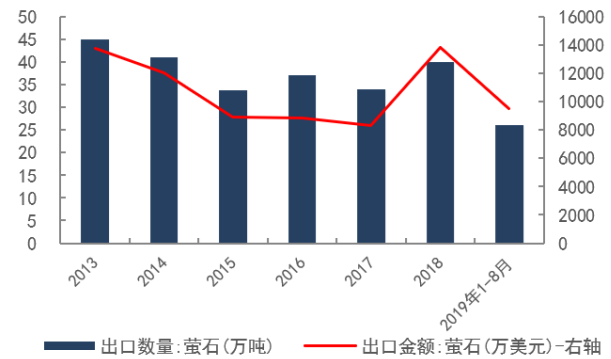
资料来源:USGS(美国地质勘探局)、东兴证券研究所

图 6: 我国萤石基础储量丰富(万吨)

图 7: 中国萤石出口量及金额

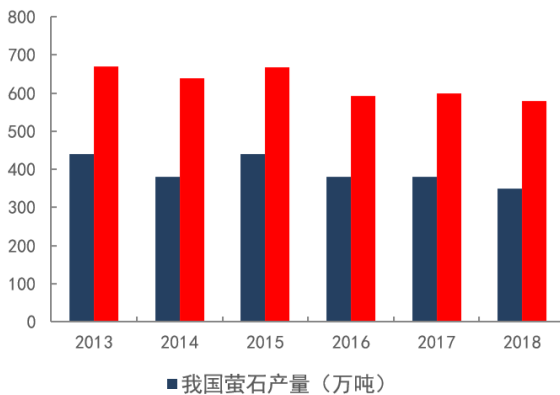


资料来源：Wind，东兴证券研究所



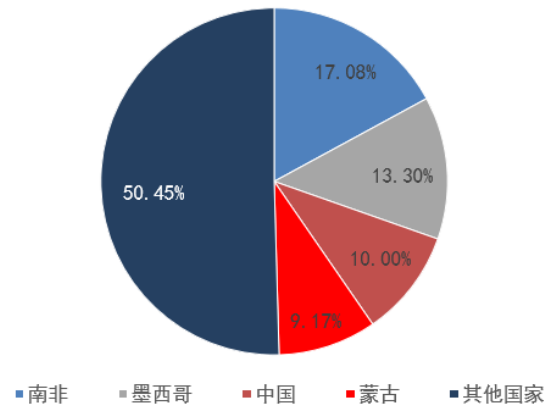
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 8：我国萤石产量占全球 60%以上



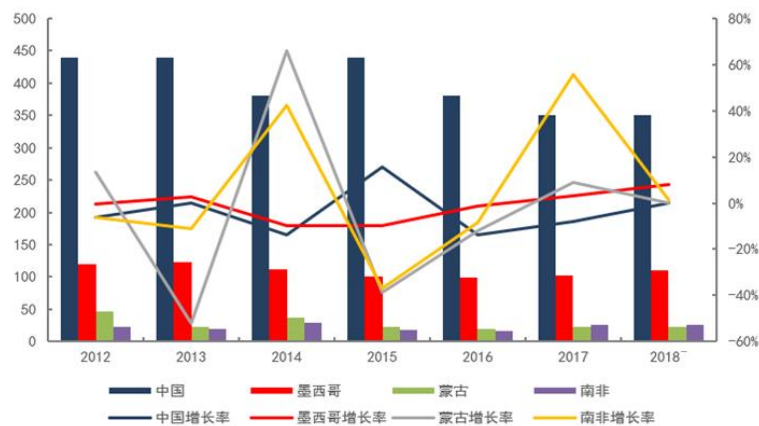
资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图 9：我国是世界第三大萤石储量国



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图 10：2012-2018 年世界各主要萤石生产国萤石产量（万吨）及增长率



资料来源：USGS（美国地质勘探局）、东兴证券研究所

2.2 国家政策持续推出，供给收缩大势所趋

近年来，国家对萤石的相关政策持续加码，不断提高萤石开采的门槛，以加大对萤石资源的保护。《全国矿产资源规划（2016-2020年）》在2016年将萤石列入“战略性矿产名录”。由于新的国际政治和贸易环境的变化，萤石作为我国重要的战略性矿产，其供给收缩是大势所趋，公司作为行业内具有号召力和整理的龙头企业，预计显著受益于行业变革。

表 3：2003 年至今我国实行的和萤石相关的政策

发政策布时间	政策主要内容
2003 年 1 月	不再发放新的萤石开采许可证
2006 年 2 月	国家发布财税【2006】139 号，取消萤石出口退税；
2008 年 3 月	上调萤石出口关税至 15%，同时，萤石开采明确列为禁止外商投资目录；
2010 年 2 月	工信部联合多家部委联合公布《萤石行业准入标准》，新建、改扩建和现有萤石生产项目均需满足相关准入标准；
2010 年 6 月	根据财政部，国家税务总局联合下发《关于调整耐火黏土和萤石资源税适用税额标准的通知》，自 2010 年 6 月 1 日起，两部委将萤石的资源税适用税额标准由 3 元/吨调整为 20 元/吨；
2011 年 9 月	2011 年 9 月：《耐火黏土萤石行业准入公告管理暂行办法》；
2014 年	商务部，海关总署将萤石列入出口许可证管理货物目录；
2015 年	《外商投资产业指导目录（2015 年修订）》，禁止外商投资于萤石勘查和开采；
2016 年	《全国矿产资源规划（2016-2020 年）》，将萤石列入“战略性矿产名录”；
2017 年 8 月	国家安监总局发布《非煤矿山安全生产“十三五”规划》，针对非煤矿山数量多、规模小、本质安全水平差等问题，提出到 2020 年，淘汰关闭矿山 6000 座
2019 年 1 月	工信部发布《萤石行业规范条件（征求意见稿）》，从建设布局、生产规模、工艺与装备、资源高效利用、产品管理、环境保护与节能降耗、安全生产等方面做出规范。

资料来源：政府相关网站、东兴证券研究所

2.3 三代制冷剂扩产提升萤石需求量

萤石市场的最大终端下游为制冷剂，预计占比超过 4 成。按照蒙特利尔协议，预计 2020 年将开始成为我国三代制冷剂的基准年，相比于二代制冷剂，三代制冷剂对萤石的吨耗更高。同时，由于下游制冷剂企业为了在后续三代制冷剂配额分配中获得主动，扩产意愿强烈，进一步提升了萤石矿的需求。

表 4：全球 HCFCs 和 HFCs 削减计划

国家	产品	2013	2015	2016	2019E	2020E	2030E
中国	第二代 HCFCs	实施配额制生产	削减 10%	累 积 削 减		累计削减 35%	淘汰，保留 2.5% 的维修量
	第三代 HFCs	政策:处置销毁的补贴安排					
欧盟	第三代 HFCs	冻结生产/开始逐步削减	开始限制应用， 打击需求端				累计削减 79%

美国 第三代 HFCs

开始每年削
减 10%

资料来源：东兴证券研究所

图 11：2019-2020 年三代制冷剂投产密集

产品	公司	新增产能	预计投产日期
RR32	江西中氟化学材料科技股份有限公司	1	预计 2020 年
	江苏梅兰化工有限公司	4	2019 年已建成 2 万吨，2020 再建 2 万吨
	山东东岳化工有限公司	4	2019 年装置已建成，暂未开工
	广东乳源东阳光氟有限公司	3	预计 2020 年 3 月份投产
	青海西矿同鑫化工有限公司	1	2019 年 8 月进入投料阶段，实际尚未产出
	浙江巨化股份有限公司	6	未定
	邵武永和金塘新材料有限公司	4	预计 2020 年下半年
	山东华氟化工有限责任公司	1	2019 年已经建成，但未开
	山东华安新材料有限公司	2	2020 年预计
	内蒙古永和氟化工有限公司	3	2019 年装置已建成，暂未开工
R134a	内蒙永和氟化工项目	2	预计 2020 年年底投产
	浙江埃克盛有限公司	2	投产时间不详细
	广东乳源东阳光有限公司	1.5	预计 2020 年春节前后装置投产
	中化近代环保化工（西安）有限公司	1	2019 年搬迁至渭南，同时预计有扩产计划
	淄博飞源化工有限公司	2	2020 年春节前
	江苏梅兰化工有限公司	2	2020 年春节前
	山东华安新材料有限公司	(1+2)3	目前已经建成，2020 年春节前
	山东东岳化工有限公司	1.3	2020 年上半年
R125	西部矿业	2	预计 2020 年 3 月之后
	福建省清流县东莹化工有限公司（三美）	3	2020 年新建
	山东东岳化工有限公司	6	一期 4 万吨，上半年。2020 年投产
	邵武永和金塘新材料有限公司	0.7	2020 年下半年
	太仓中化环保化工有限公司	1	2020 年
	内蒙古永和氟化工有限公司	1.5	暂不明确
合计		55	-

资料来源：百川咨询，东兴证券研究所

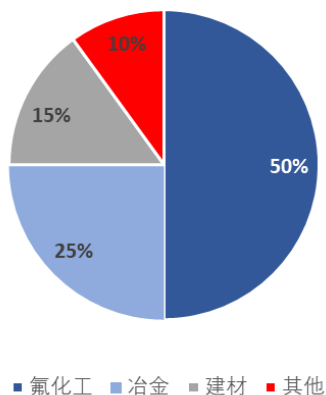
表 5：第二、三代制冷剂中氟原子含量占比对比

公司	典型产品	分子式	氟原子占比	平均氟原子占比
----	------	-----	-------	---------

第二代 HCFCs	R22	CHF ₂ Cl	22%	25%
	R123	CF ₃ CHCl ₂	37%	
	R141b	CCl ₂ FCH ₃	16%	
第三代 HFCs	R134a	CH ₂ FCF ₃	75%	76%
	R125	CHF ₂ CF ₃	79%	
	R32	CH ₂ F ₂	73%	
	R410a	CH ₂ F ₂ & CHF ₂ CF ₃	76%	

资料来源: 百川咨询、东兴证券研究所

图 12: 萤石下游应用领域



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.23、3.11 和 4.03 亿元, 对应 EPS 分别为 0.93、1.30 和 1.68 元, 当前股价对应 PE 分别为 24、17 和 13 倍, 给予“强烈推荐”评级。

表 6: 可比公司估值 (截止 2020 年 02 月 04 日收盘)

代码	公司	最新收盘价	EPS			PE		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
600160.SH	巨化股份	6.97	0.78	0.55	0.63	9	12	10
002407.SZ	多氟多	10.85	0.10	0.34	0.45	117	32	24
603505.SH	金石资源	21.96	0.57	0.93	1.30	24	17	13

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

4. 风险提示

矿山资源储量低于预期；下游需求低于预计。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	氟化工系列报告之一：东岳集团（0189.HK）：优秀的氟硅材料龙头	2019-06-27
公司	氟化工系列报告之二：巨化股份（600160.SH）：优秀的氟化工一体化龙头	2019-07-29

资料来源：东兴证券研究所

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		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产合计	296	375	638	888	1231	营业收入	378	588	797	1091	1308	
货币资金	81	58	183	273	523	营业成本	206	270	365	508	570	
应收账款	54	69	124	170	204	营业税金及附加	13	23	3	4	5	
其他应收款	21	14	18	25	30	营业费用	22	38	54	72	86	
预付款项	6	3	6	9	12	管理费用	29	45	62	81	94	
存货	45	72	102	149	170	财务费用	14	24	20	26	29	
其他流动资产	11	3	16	31	42	研发费用	0	6	6	7	7	
非流动资产合计	934	1138	1248	1355	1414	资产减值损失	2.93	1.72	0.00	1.00	1.00	
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	552	600	672	704	721	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
无形资产	282	367	379	451	492	加: 其他收益	11.30	10.10	11.00	11.00	11.00	
其他非流动资产	3	0	0	0	0	营业利润	103	190	317	429	555	
资产总计	1229	1513	1886	2243	2645	营业外收入	0.11	0.10	0.37	0.37	0.37	
流动负债合计	418	588	710	798	865	营业外支出	0.28	3.19	14.00	5.00	6.00	
短期借款	299	312	338	433	456	利润总额	103	187	304	425	550	
应付账款	72	91	146	132	148	所得税	26	50	79	110	143	
预收款项	2	3	2	2	2	净利润	77	138	225	314	407	
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	2	3	3	
非流动负债合计	82	80	174	222	272	归属母公司净利润	77	138	223	311	404	
长期借款	0	0	100	150	200	主要财务比率						
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
负债合计	500	669	884	1020	1137	成长能力						
少数股东权益	2	3	5	8	11	营业收入增长	33.25%	55.64%	35.60%	36.89%	19.91%	
实收资本(或股本)	240	240	240	240	240	营业利润增长	87.38%	84.68%	66.63%	35.31%	29.39%	
资本公积	176	176	176	176	176	归属于母公司净利	61.77%	39.77%	61.77%	39.77%	29.76%	
未分配利润	288	395	539	742	1004	获利能力						
归属母公司股东权	727	841	995	1212	1495	毛利率(%)	45.53%	53.98%	54.20%	53.45%	56.46%	
负债和所有者权益	1229	1513	1886	2243	2645	净利率(%)	20.41%	23.41%	28.19%	28.80%	31.10%	
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润(%)	6.27%	6.27%	9.10%	11.80%	13.87%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	10.61%	16.37%	22.39%	25.67%	27.01%	
经营活动现金流	-4	117	266	261	490	偿债能力						
净利润	77	138	225	314	407	资产负债率(%)	41%	44%	47%	45%	43%	
折旧摊销	49.21	88.04	87.52	105.36	121.96	流动比率	0.71	0.64	0.90	1.11	1.42	
财务费用	14	24	0	0	0	速动比率	0.60	0.52	0.76	0.93	1.23	
应收账款减少	0	0	-55	-46	-34	营运能力						
预收帐款增加	0	0	-1	0	0	总资产周转率	0.34	0.43	0.47	0.53	0.54	
投资活动现金流	-60	-84	-205	-221	-191	应收账款周转率	12	10	8	7	7	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.32	7.22	6.74	7.85	9.33	
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)						
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.35	0.57	0.93	1.30	1.68	
筹资活动现金流	119	-62	64	50	-49	每股净现金流(最	0.23	-0.12	0.52	0.37	1.04	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	3.03	3.50	4.14	5.05	6.23	
长期借款增加	0	0	100	50	50	估值比率						
普通股增加	60	0	0	0	0	P/E	64.60	39.67	24.37	17.44	13.44	
资本公积增加	121	0	0	0	0	P/B	7.47	6.45	5.46	4.48	3.63	
现金净增加额	54	-29	126	89	251	EV/EBITDA	33.95	18.78	13.79	10.58	8.10	

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：罗四维

东兴证券化工行业首席分析师，大周期组长，清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验，多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

研究助理：洪翀

美国化学学硕士，曾在 Occidental Chemical Corporation（西方石油）工作多年。2018 年加入东兴证券研究所。

研究助理：薛阳

清华大学化学系硕士，在 Chemical Science 等期刊发表论文两篇，中国化学会会员，2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

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。